



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

看好需求或盈利能力修复的细分赛道 ——造纸轻工行业2023年投资策略



作者：轻工&新消费组 姜浩

SAC执业证书编号：S0930522010001

jianghao@ebcn.com

2022年12月12日



证券研究报告

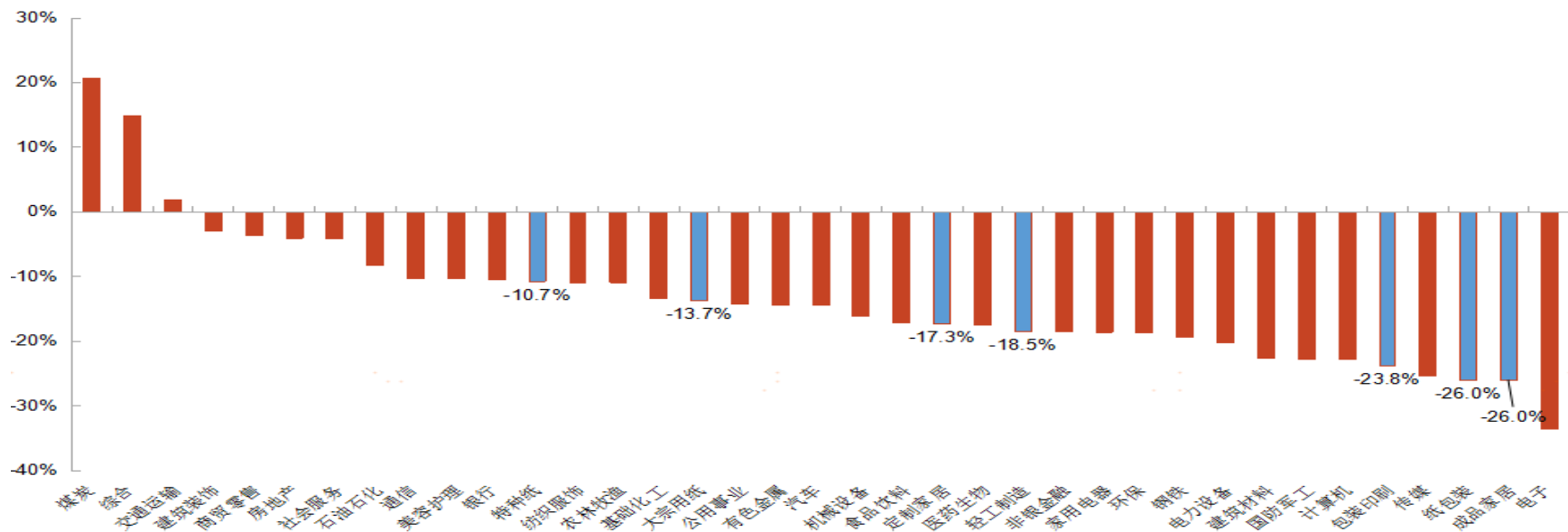
-  **大宗造纸：**目前大宗造纸板块虽已处于基本面和估值的双底部，但国内需求不足以及供给端的新增产能较多，纵然今年国内出口显著改善，但依然难以改善供求关系。我们认为2023年内需有望提升，但鉴于欧美经济走势，我们对出口偏谨慎，同时未来大宗造纸的新增供给仍然偏多，我们预计大宗造纸行业的基本面难以出现实质性改善。
-  **特种纸：**鉴于内需保持稳健增长，中国头部企业受益于竞争力增强，出口空间打开，同时行业扩张有序，我们对2023年，行业的供求关系持乐观展望。与此同时，浆价向合理价位回归，特种纸头部企业自备浆产能于2023年下半年逐渐开始释放，头部企业成长前景良好，且具备高弹性。我们建议投资者积极布局特种纸头部企业：仙鹤股份和五洲特纸。
-  **生活用纸：**从维达国际和中顺洁柔三季度经营情况看，目前行业的盈利能力处于底部，基于看空2023年浆价走势逻辑，我们预计2023年优秀品牌企业的盈利能力有望恢复，推荐：中顺洁柔 and 维达国际。
-  **家居：**虽然目前国内地产销售形势依然不甚理想，但在国家放松地产管控，保交付的背景下，我们认为2023年国内房地产交易将向正常水平回归，家装需求有望回暖。与此同时，原料端价格回落，对2023年家居板块的盈利能力修复有望起到积极作用。推荐标的：欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居。
-  **风险提示：**宏观经济恢复的节奏低于预期；新冠疫情影响国内消费复苏；原料价格下跌的幅度低于预期。

- 一、行业市场表现
- 二、造纸板块观点
- 三、特种纸&生活用纸板块观点
- 四、家居板块观点

1.1、各细分子板块表现

- 2022年初至今（截至12月5日），轻工制造板块涨跌幅为：-18.5%
- 特种纸/大宗造纸板块涨跌幅分别为：-10.7%/-13.7%
- 定制家居/成品家居板块涨跌幅分别为：-17.3%/-26.0%
- 包装印刷/纸包装板块涨跌幅分别为：-23.8%/-26.0%

图1：2022年造纸轻工各细分板块涨跌幅

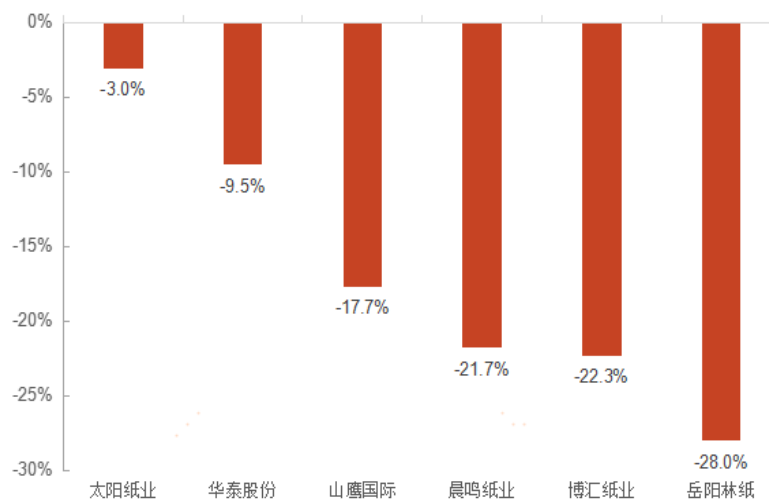


资料来源：Wind，光大证券研究所整理
备注：行业分类采用申万指数，时间截至2022-12-05

1.2、各细分子板块内主流公司表现

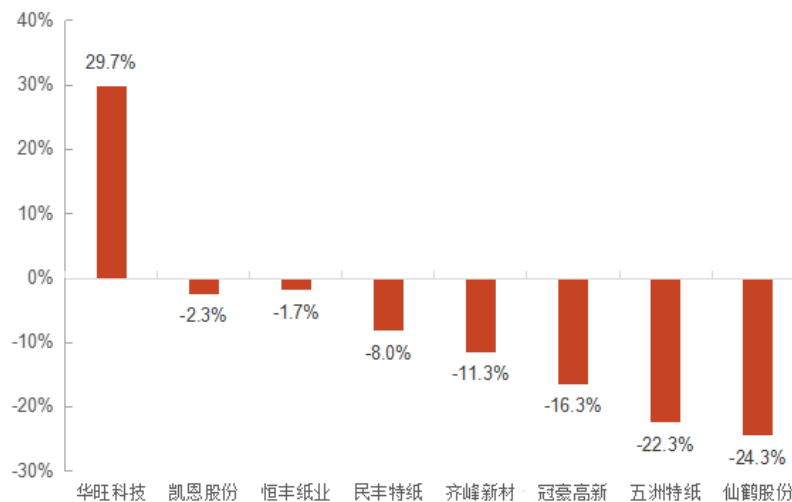
- 造纸板块：2022年以来整体景气低迷，太阳纸业因拥有高木浆自给率，表现最为出彩；
- 特种纸板块：五洲特纸、仙鹤股份因2021年股价涨幅较大，2022年以来业绩下滑，股价出现较大跌幅，华旺科技因钛白粉价格于6月见顶，成本下降逻辑提前开始兑现，表现最佳；
- 个护板块：成本上行，股价先抑，成本下行，股价后扬。

图2：2022年造纸主流公司涨跌幅



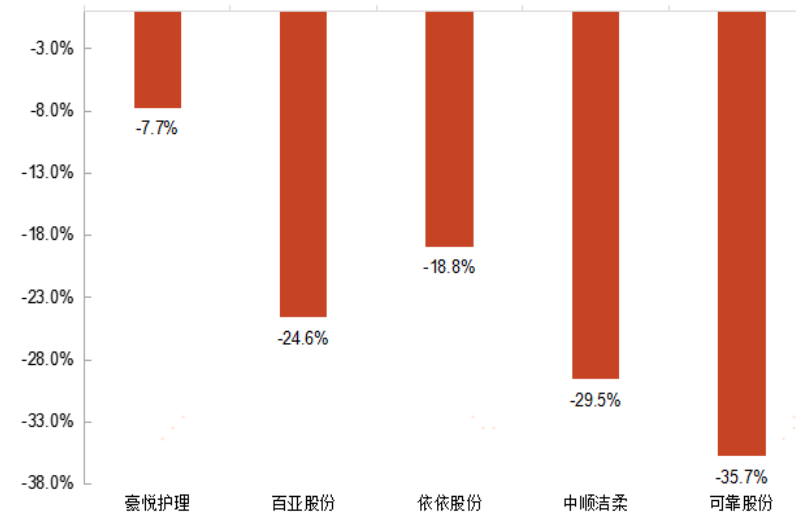
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

图3：2022年特种纸板块主流公司涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

图4：2022年个护纸板块主流公司涨跌幅

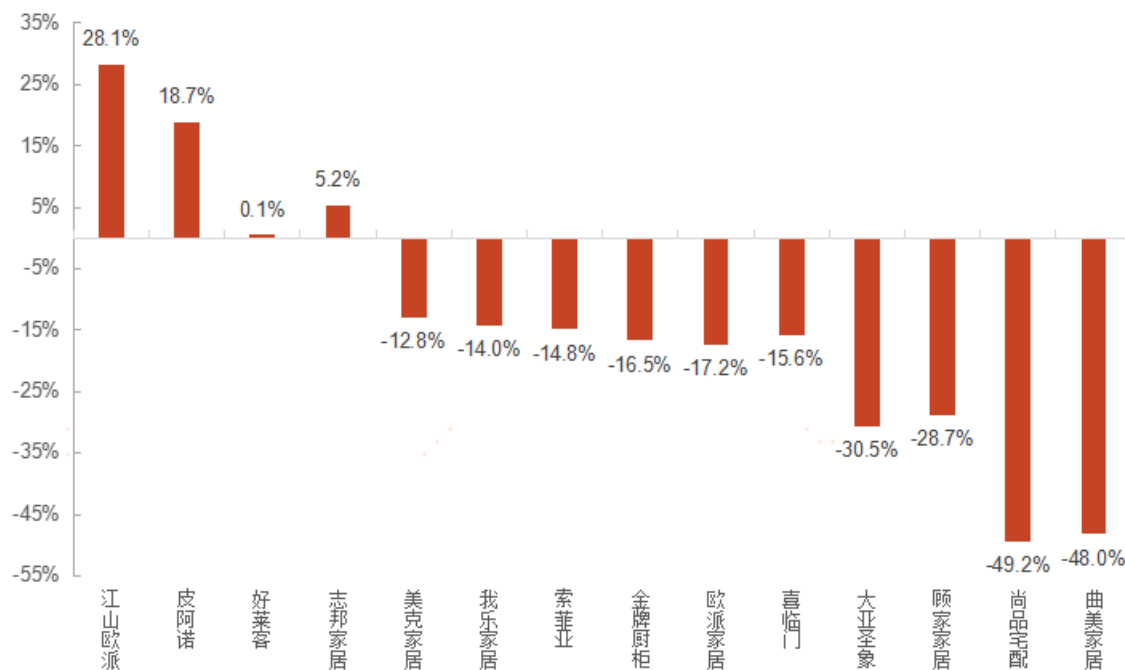


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

1.2、各细分子板块内主流公司表现

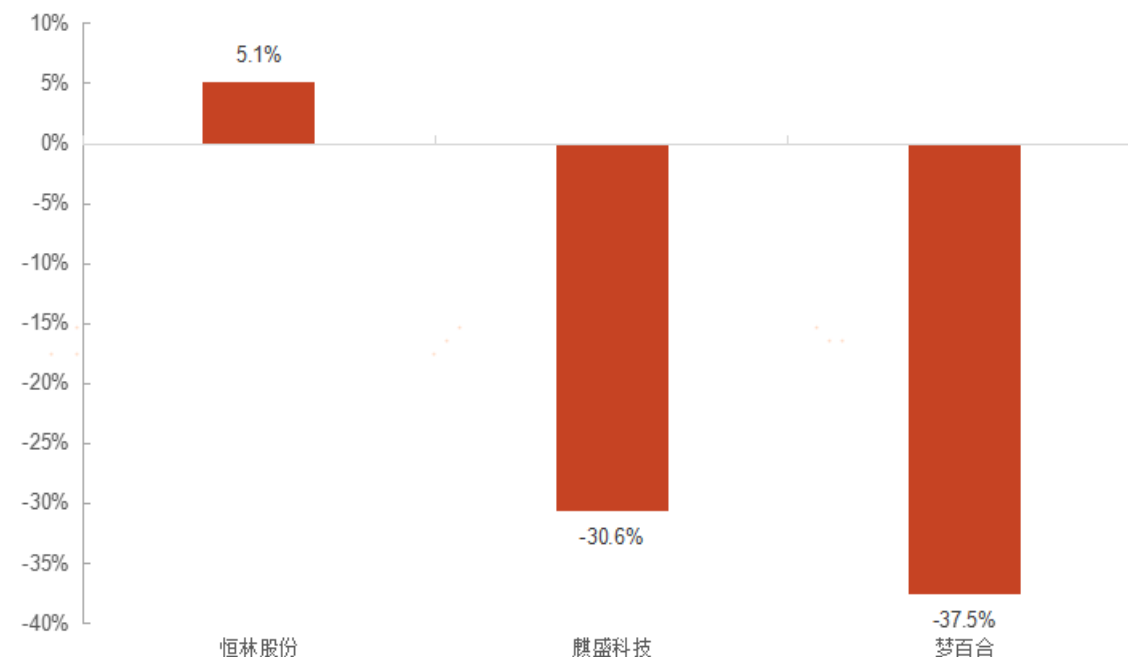
- 家居板块：地产周期和疫情影响基本面，市场表现不佳；
- 出口板块：受美国房地产销量下滑影响，股价跌幅较大。

图5：2022年家居板块主流公司涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

图6：2022年出口板块主流公司涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

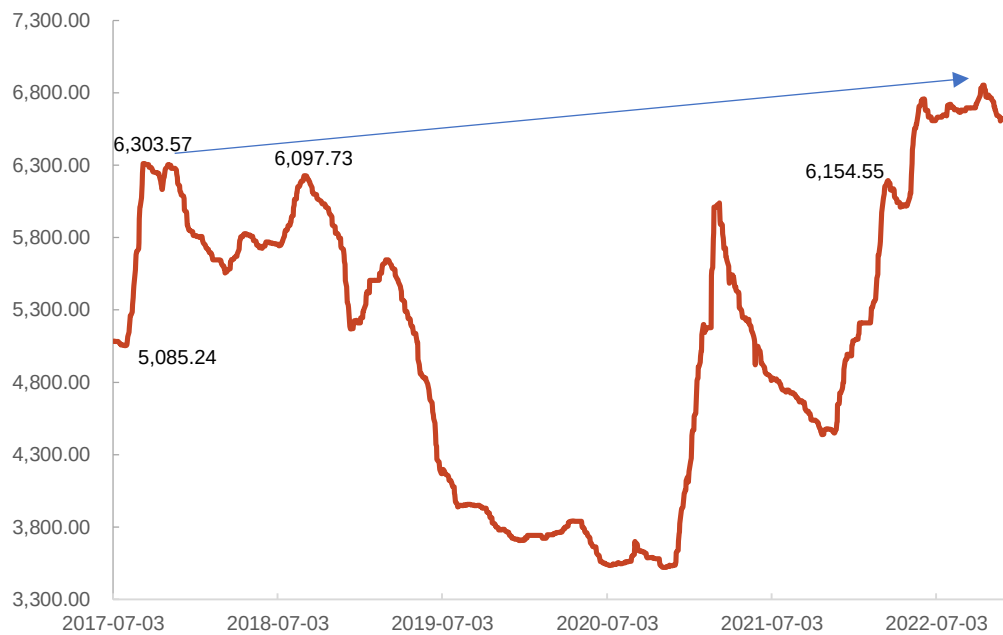
二、造纸板块观点

- ❑ 浆价已经进入下行周期
- ❑ 3Q2022 造纸行业景气度环比下行
- ❑ 固定资产投资保持升势，未来供给压力偏大
- ❑ 2023年大宗造纸各个细分品类景气排序
- ❑ 估值处于底部位置

2.1、木浆：基本面综述及展望

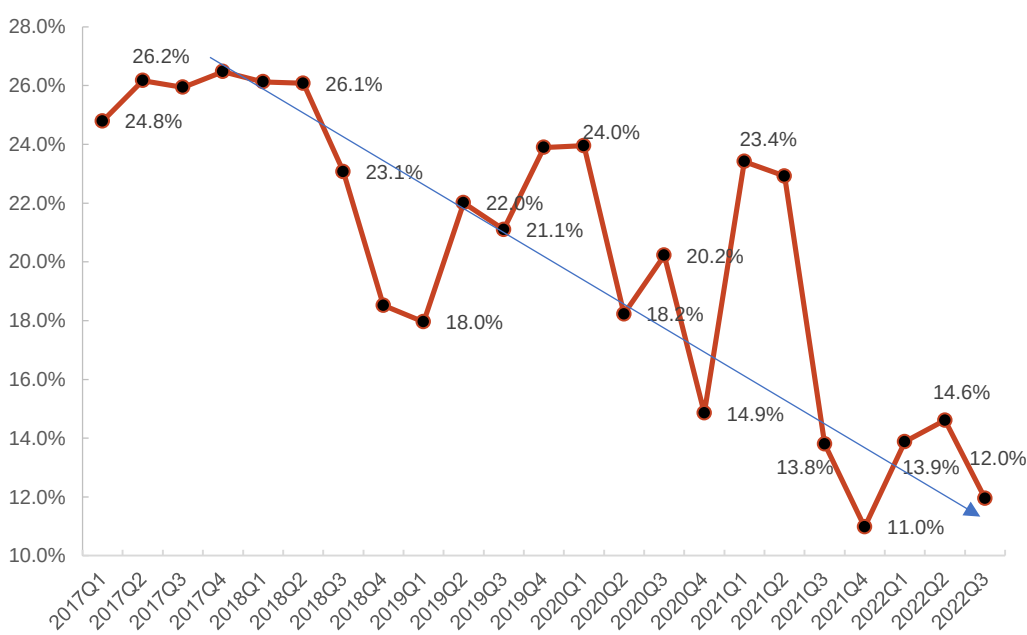
国际浆价的“涨”与中国大宗造纸盈利能力的“降”不断背离

图7：2017年以来阔叶浆价格走势（单位：元/吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所
注：统计截至2022-11-29

图8：1Q2017-3Q2022年 大宗造纸板块单季度毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：造纸板块是由主流6家公司构成，分别是太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份、岳阳林纸、博汇纸业、山鹰国际

2.2、木浆：涨价的原因就是看空的逻辑

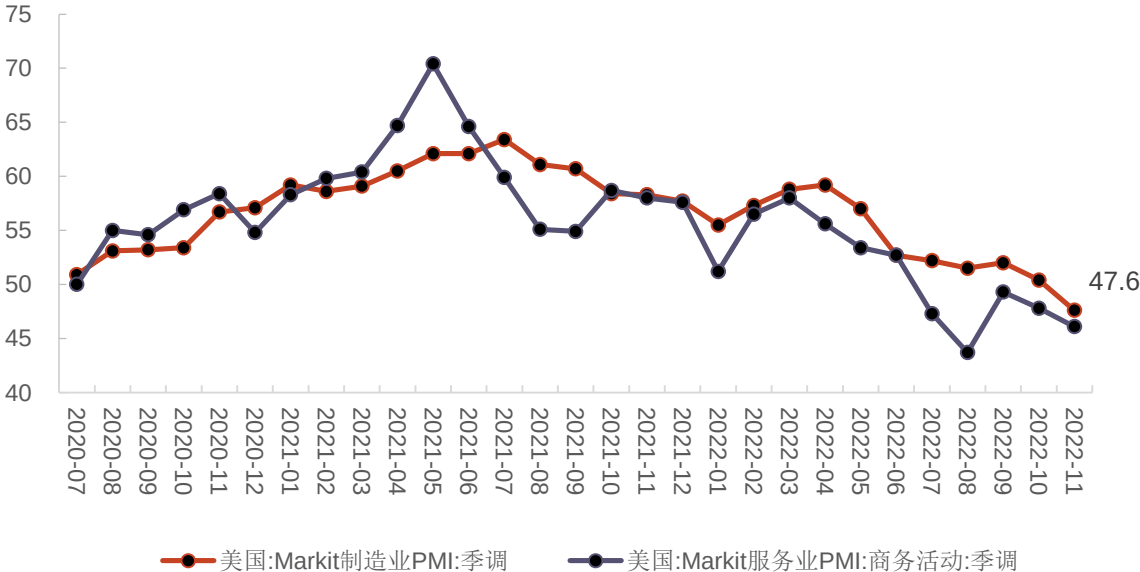
浆价上涨的原因：

➢ 欧美经济的强（PMI）； 航运不畅； 俄-乌冲突的能源危机

看空浆价的逻辑：

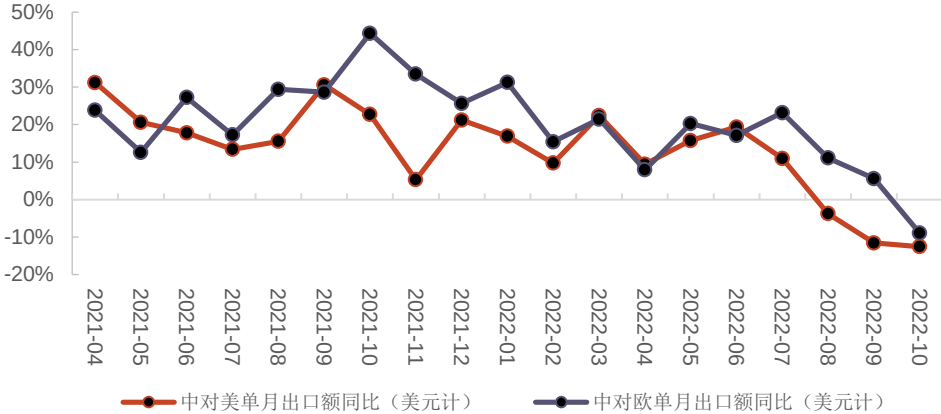
➢ 欧美经济转弱（PMI）； 航运价格的下跌； 新增木浆供给

图9：2020/07-2022/11 美国制造业和服务业（商务活动）PMI



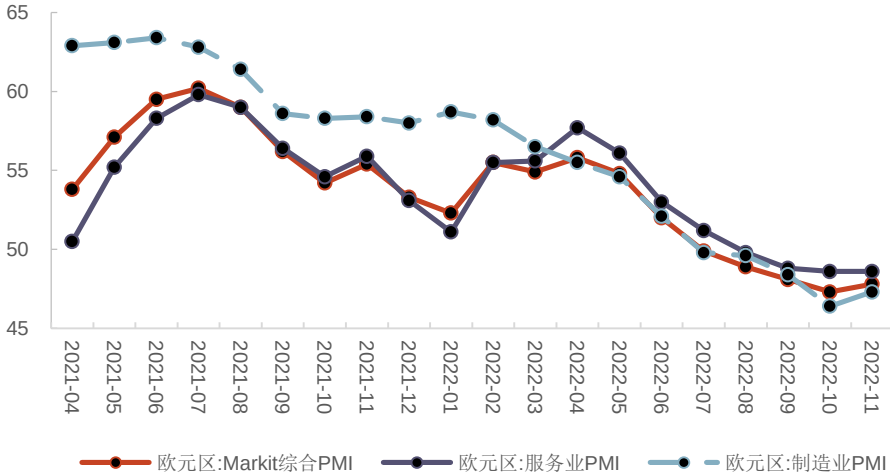
资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：%

图10：2021/01-2022/10 中国对欧美单月出口同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图11：2021/04-2022/11 欧元区PMI



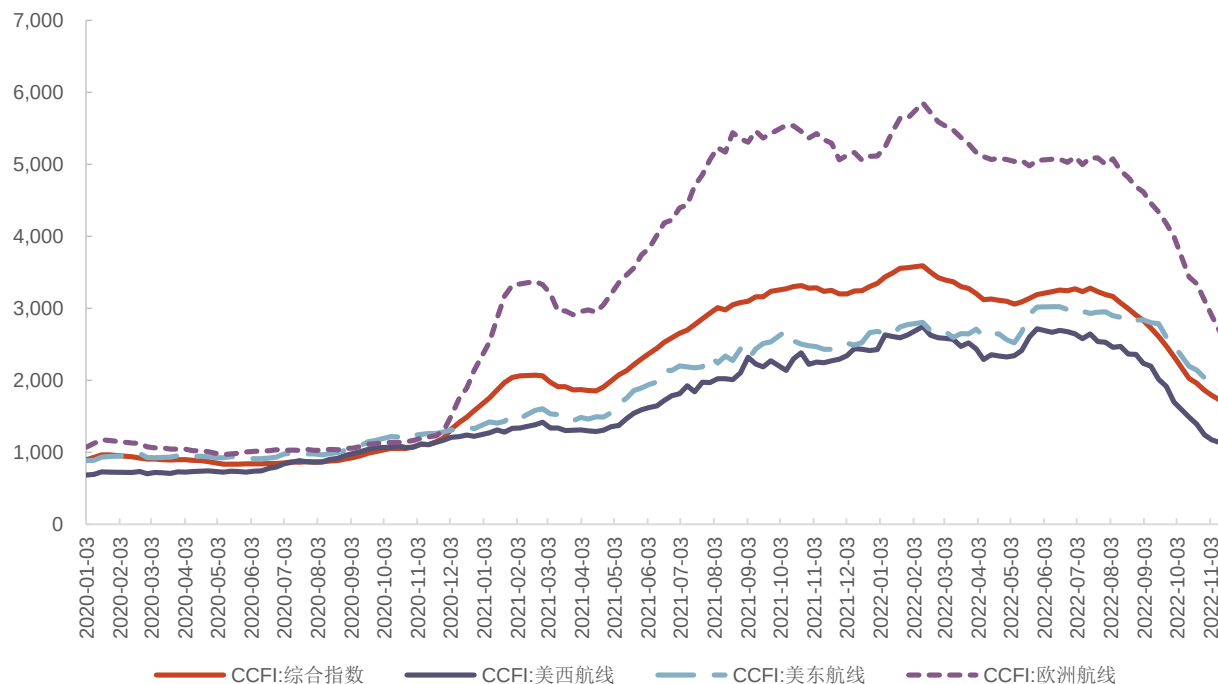
资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：%

2.2、木浆：涨价的原因就是看空的逻辑

看空浆价的逻辑：

- 航运价格的下跌：CCFI指数大幅下挫；
- 木浆新增产能的释放：2022年12月中下旬，智利Arauco MAPA项目（156万吨漂桉浆）将投产，UPM乌拉圭新浆厂210万吨阔叶浆将于2023年一季度投产，Metsä Fibre 芬兰 88 万吨 Kemi 浆厂计划在 2023 年第三季度投入运营。

图12：2020/01-2022/11 中国CCFI指数（综合、美西、美东、欧洲）



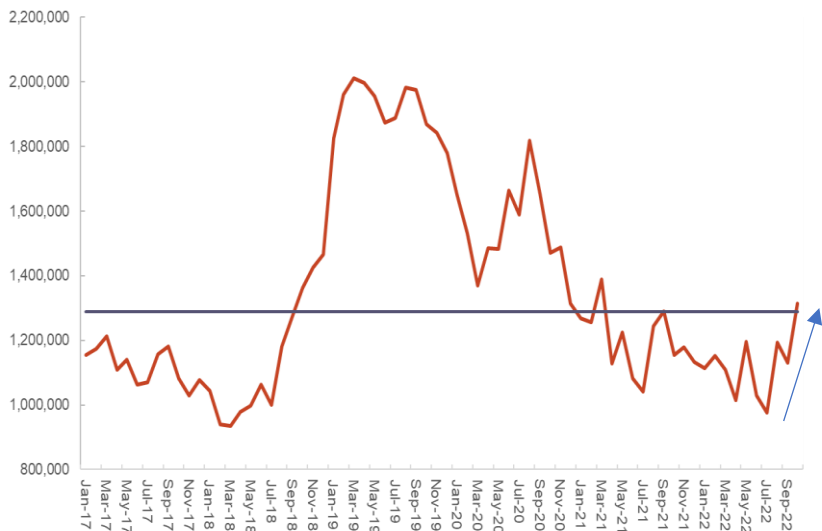
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计截至11月25日

2.2、木浆：涨价的原因就是看空的逻辑

木浆供求关系偏紧

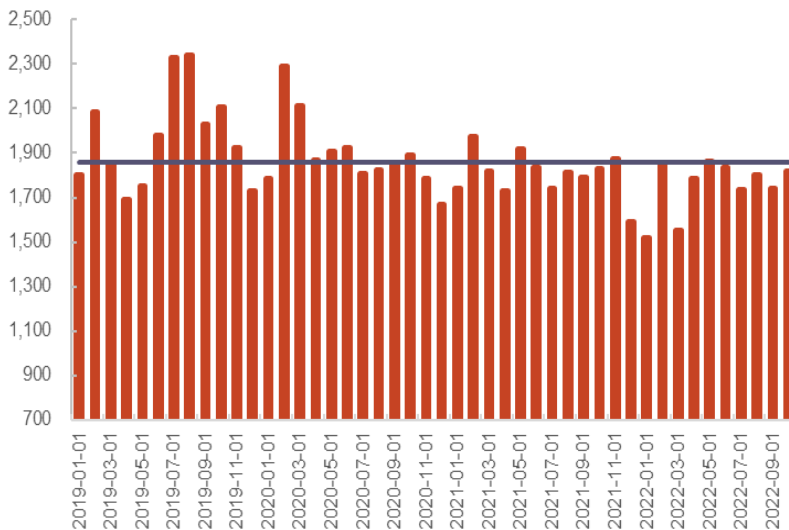
- 2022年10月，欧洲港口的木浆库存为131.3万吨，高于历史均值128.9万吨，显示欧洲木浆供应紧张的局面已经开始缓解；
- 2022年10月，国内港口木浆库存为181.7万吨，接近2019年以来的月度均值185.4万吨；

图13：2017/01-2022/10 欧洲港口木浆库存（千吨）



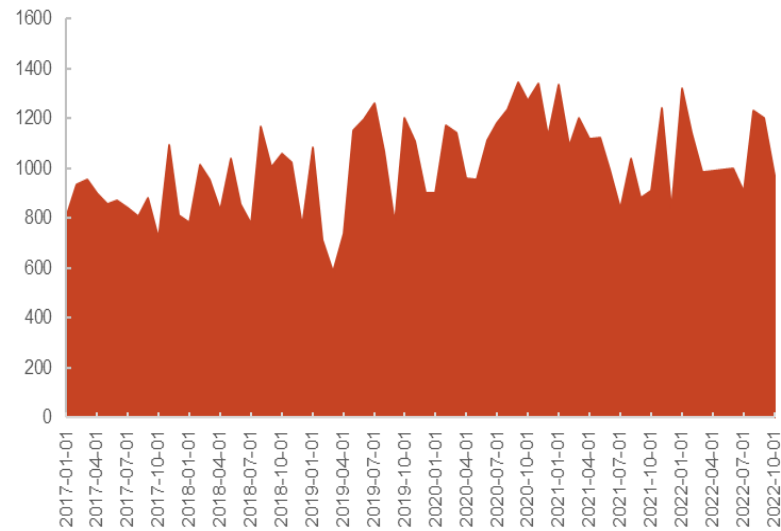
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：图中横线代表2017/01-2022/10期间，欧洲港口木浆库存的均值

图14：2019/01-2022/10 国内港口木浆库存（千吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：图中横线代表2019/01-2022/10期间，国内港口木浆库存的均值

图15：2017/01-2022/10 国内阔叶浆月进口量（千吨）

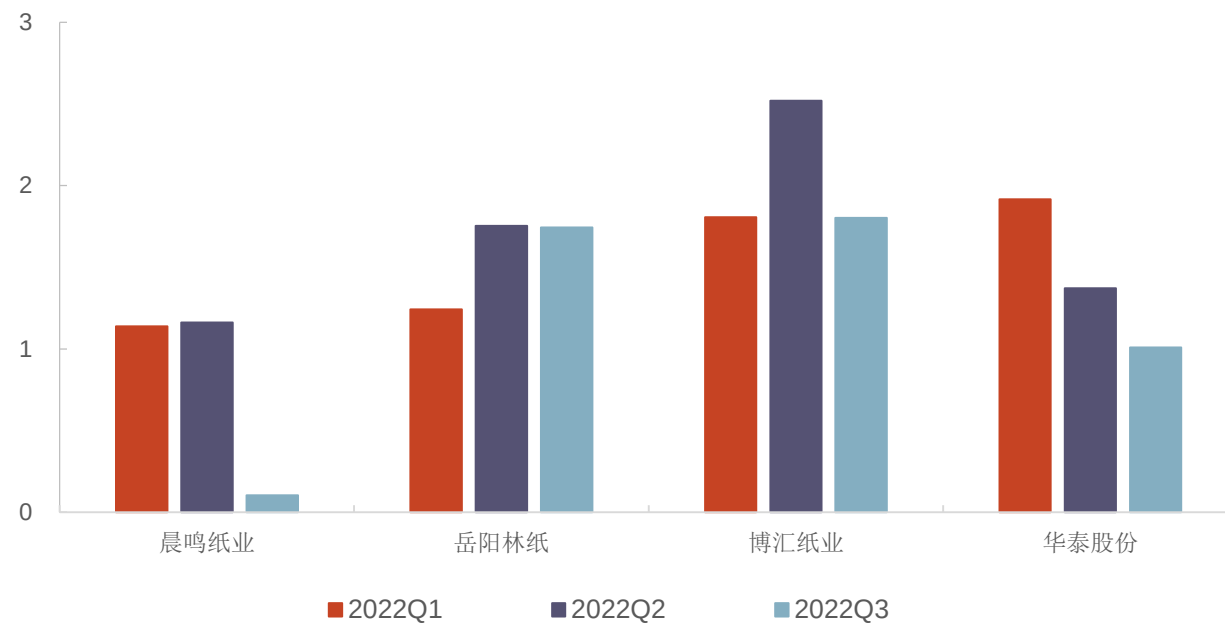


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、造纸：3Q2022景气度环比下滑

主流木浆系大宗造纸上市公司三季度净利润大幅下滑

图16：1Q2022-3Q2022 大宗造纸上市公司净利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、造纸：3Q2022景气度环比下滑

当前，双胶纸景气度最佳，白卡纸景气下滑最为明显；

图17：2017/08-2022/12 双胶纸价格走势（元/吨）

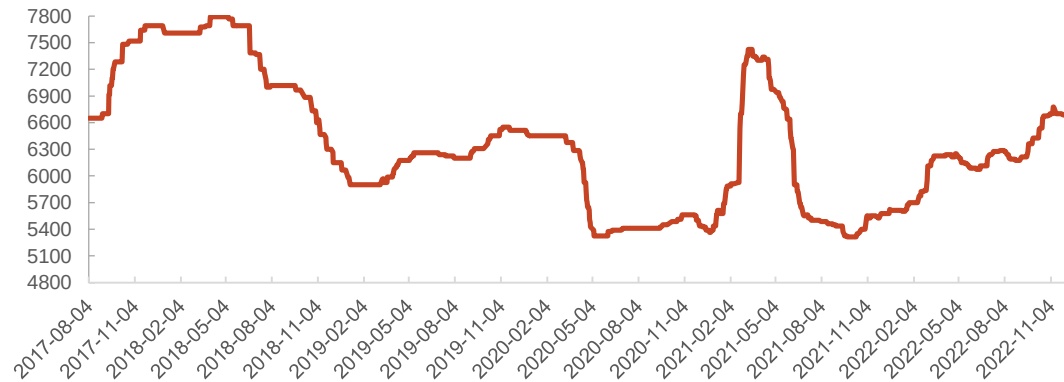
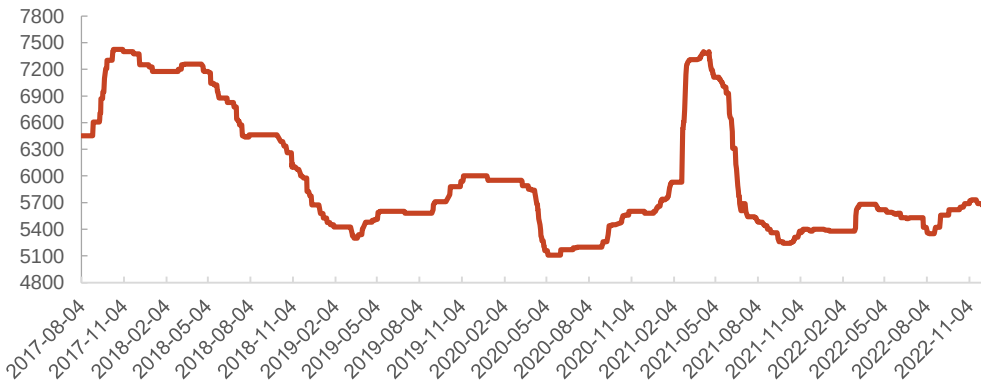


图18：2017/08-2022/12 铜版纸价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-02

资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-02

图19：2017/08-2022/12 白卡纸价格走势（元/吨）

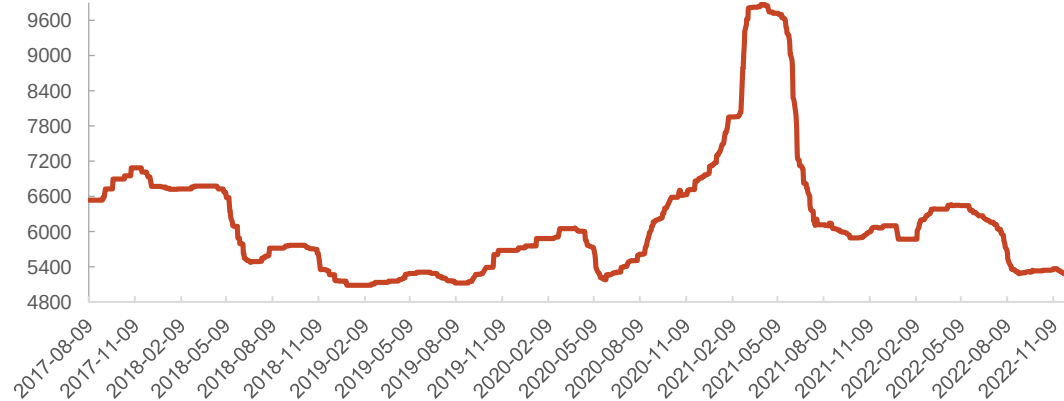
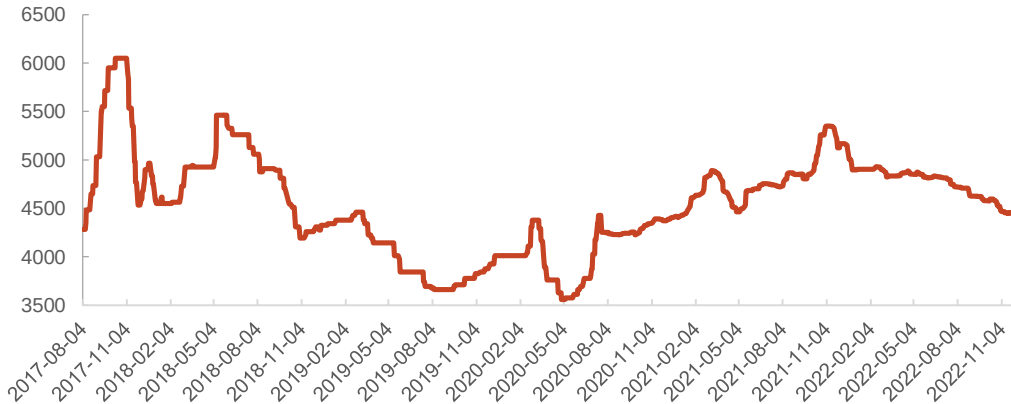


图20：2017/08-2022/12 箱板纸价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计截至2022-12-02

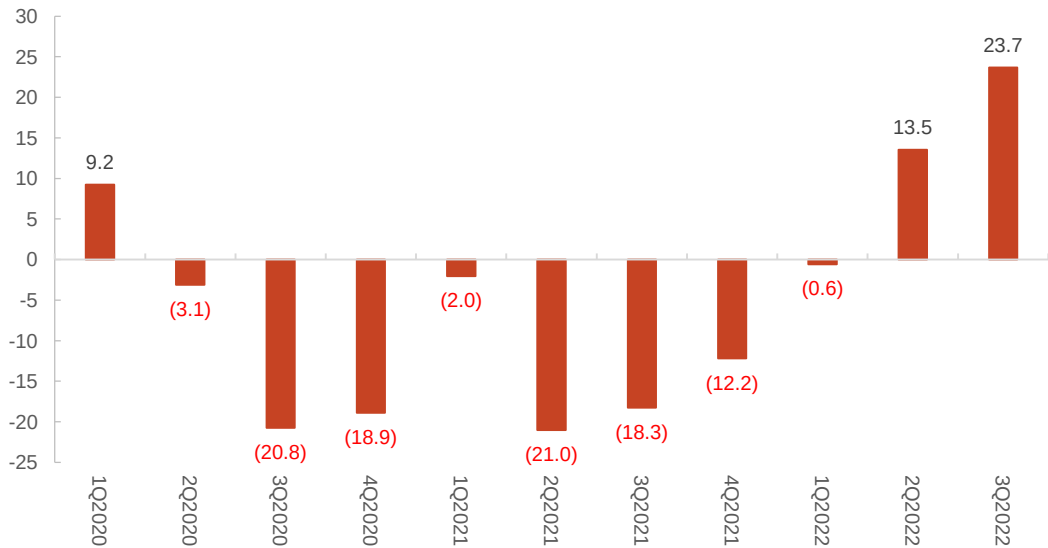
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-02

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

双胶纸：2022年净出口大幅提升

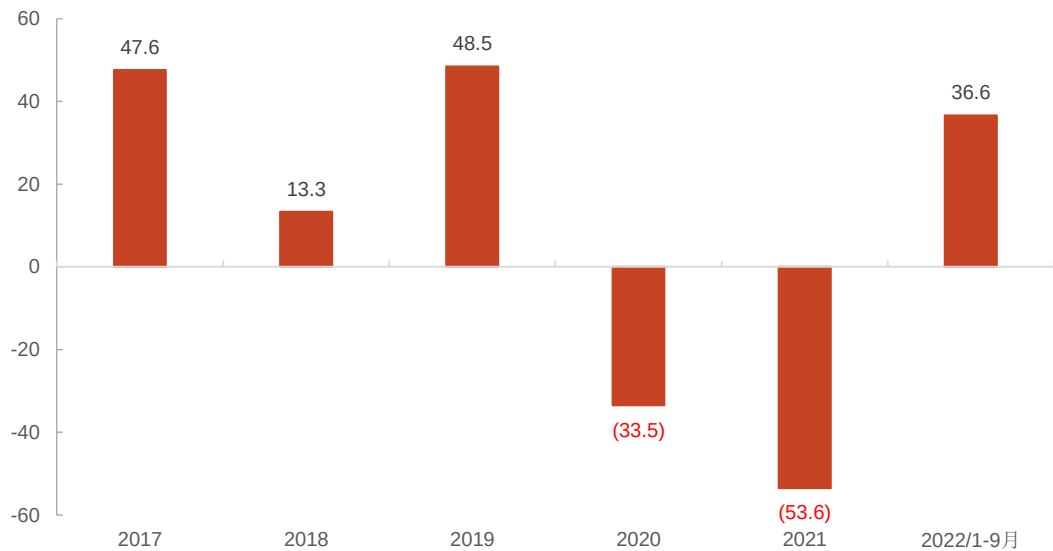
- 2020-2021年因新冠疫情，航运不畅，中国由双胶纸净出口国转为净进口国；
- 2022年1-9月，净出口量为36.63万吨；2017-2021年净出口量：47.6/13.3/48.5/-33.5/-53.6万吨；
- 3Q2022净出口量环比增加10.2万吨，出口边际上继续提振双胶纸的景气度；

图21：1Q2020-3Q2022双胶纸单季度净出口（万吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图22：2017-2022年1-9月 双胶纸年度累计净出口（万吨）



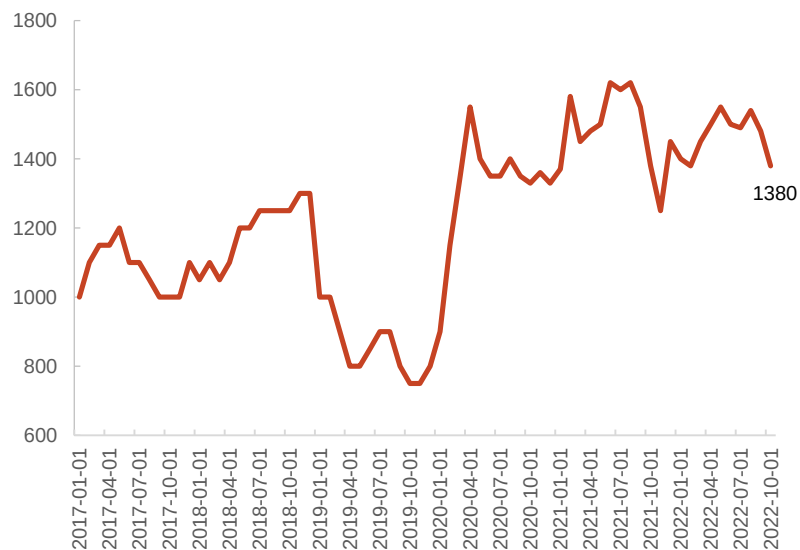
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

双胶纸：当下景气度最强的大宗造纸纸种；

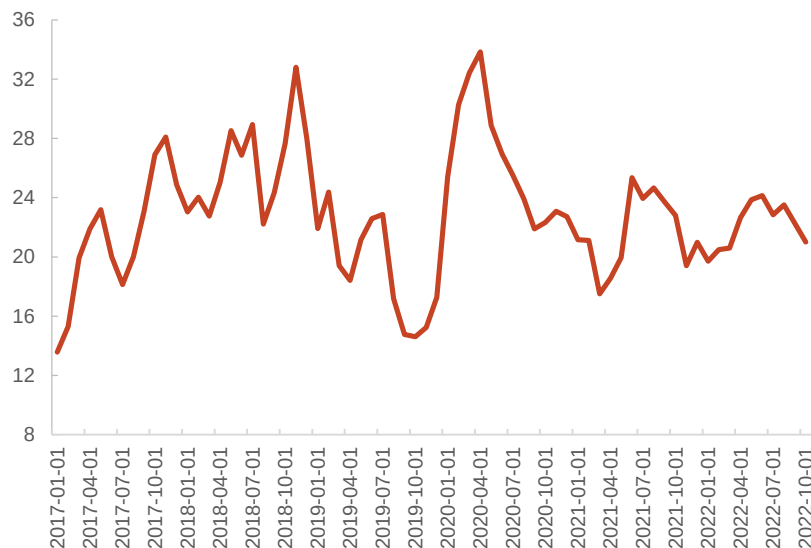
- 2022年10月，社会端库存138万吨，与去年同期库存持平；企业端库存为21天，低于2017年以来的历史均值22.8天；
- 2022年10月，双胶纸产能开工负荷率为66%；出版订单支撑需求，令开工率连续回升；

图23：2017/01-2022/10 双胶纸社会端库存（千吨）



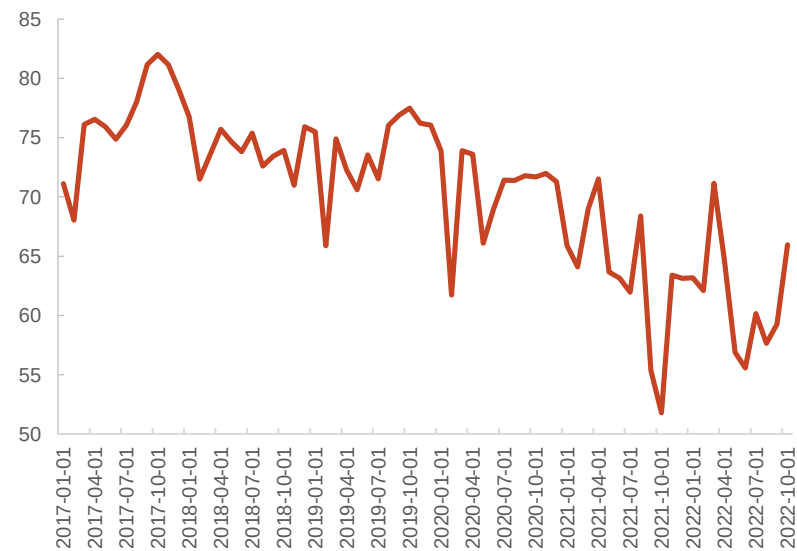
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图24：2017/01-2022/10 双胶纸企业端库存天数



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图25：2017/01-2022/10 双胶纸产能开工负荷率（%）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

铜版纸：净出口大幅提升

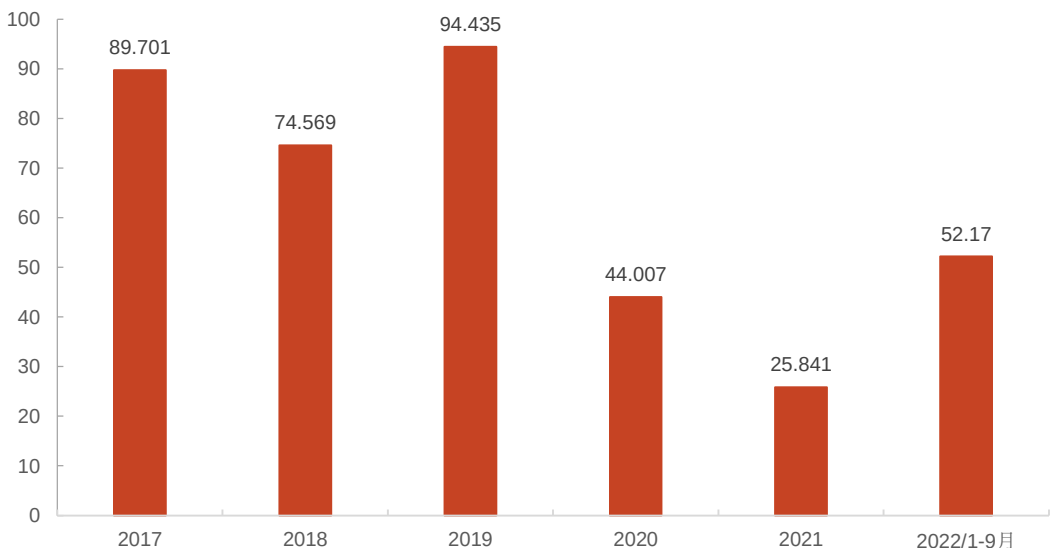
- 2022年1-9月，净出口量为52.17万吨；3Q净出口量为16.48万吨，环比减少2万吨；
- 2017-2021年净出口量：89.7/74.6/94.4/44.0/25.8万吨；2022/01-09，净出口量为52.17万吨；

图26：1Q2020-3Q2022 铜版纸单季度净出口（万吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图27：2017-2022年1-9月 铜版纸年度累计净出口（万吨）

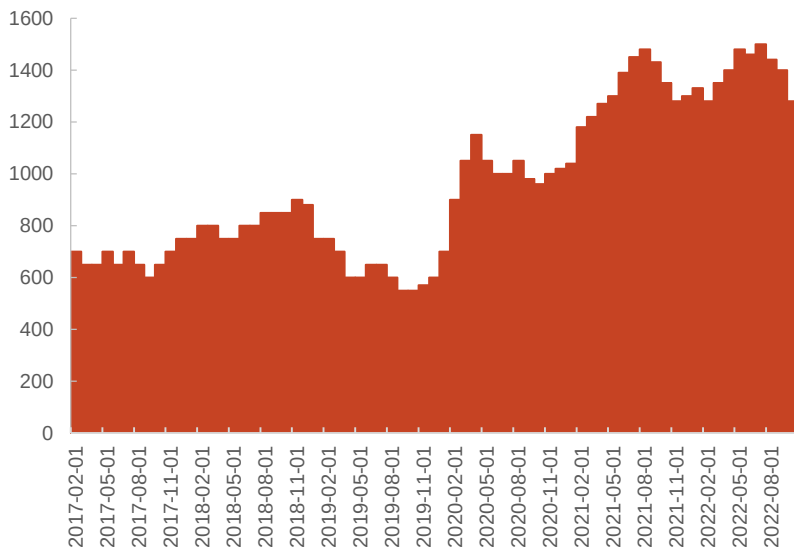


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

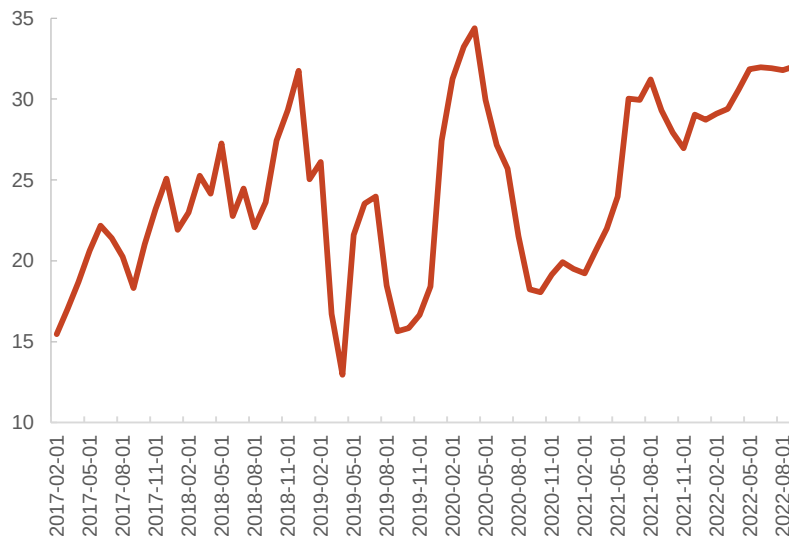
- 铜版纸：下游/企业端库存均处于历史高位，企业开工率有所修复；
- 2022年10月，社会端库存128万吨，处于历史偏高位置；企业端库存天数为32天，处于历史高位；
 - 2022年10月，铜版纸产能开工负荷率为69.8%；

图28：2017/01-2022/10 铜版纸社会端库存（千吨）



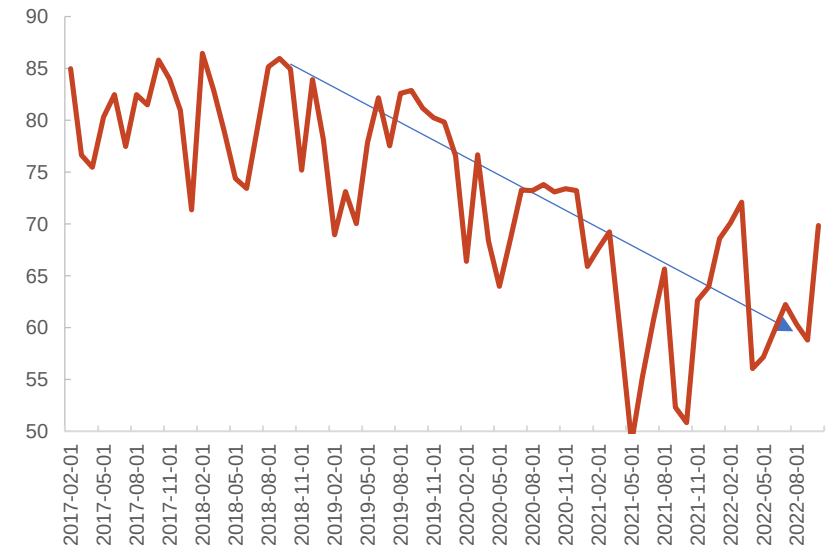
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图29：2017/01-2022/10 铜版纸企业端库存天数



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图30：2017/01-2022/10 铜版纸产能开工负荷率（%）

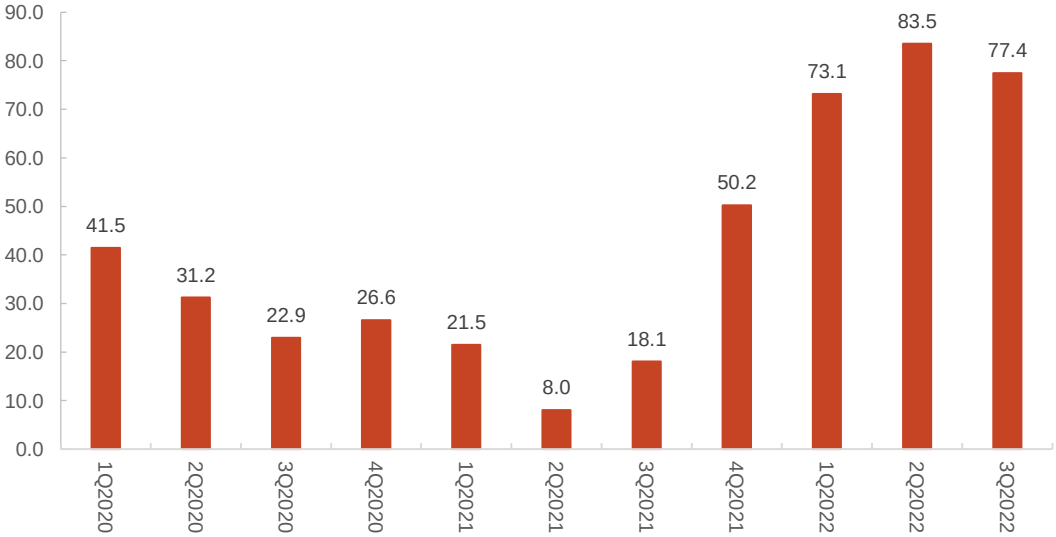


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

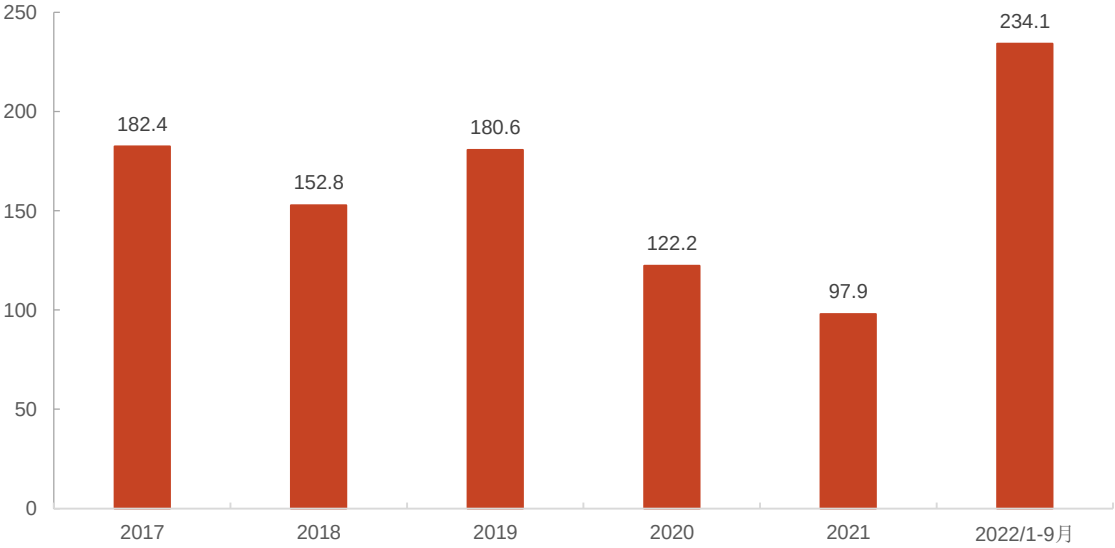
- 白卡和白板纸：2022年1-9月净出口已经超过过往任何年度的净出口量
- 2022年1-9月，净出口量为234.1万吨，3Q净出口量为77.4万吨，环比减少6.1万吨；
 - 2017-2021年净出口量：182.4/152.8/180.6/122.2/97.9万吨；

图31：1Q2020-3Q2022 白卡和白板纸单季度净出口（万吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图32：2017-2022年1-9月白卡和白板纸年度累计净出口（万吨）



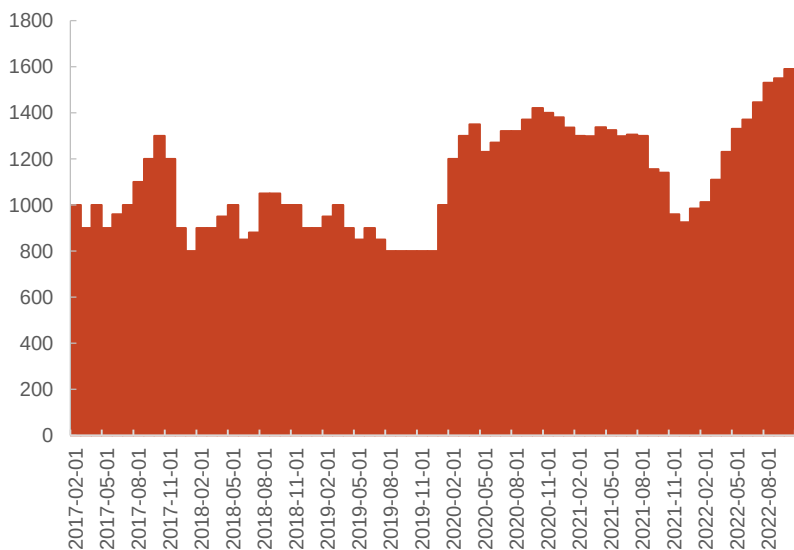
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

白卡和白板纸：社会库存均处于历史高位；

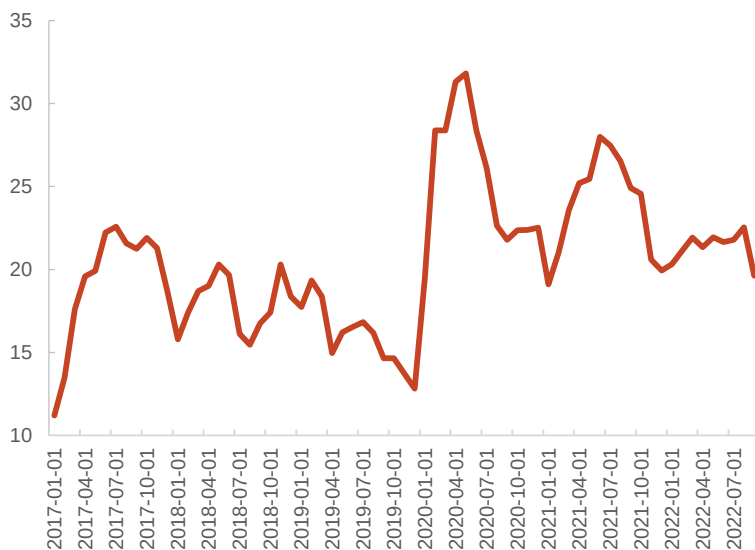
- 2022年10月，社会端库存159万吨，处于历史高位；企业端库存天数为19.7天，接近2017年以来的历史均值20.6天；
- 2022年10月，白卡纸产能开工负荷率为70%；

图33：2017/01-2022/10 白卡纸社会端库存（千吨）



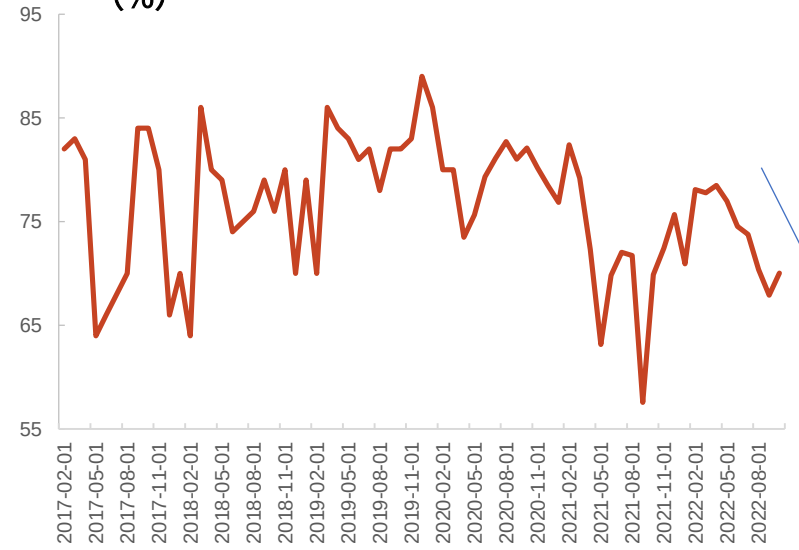
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图34：2017/01-2022/10 白卡纸企业端库存天数



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图35：2017/01-2022/10 白卡纸产能开工负荷率（%）



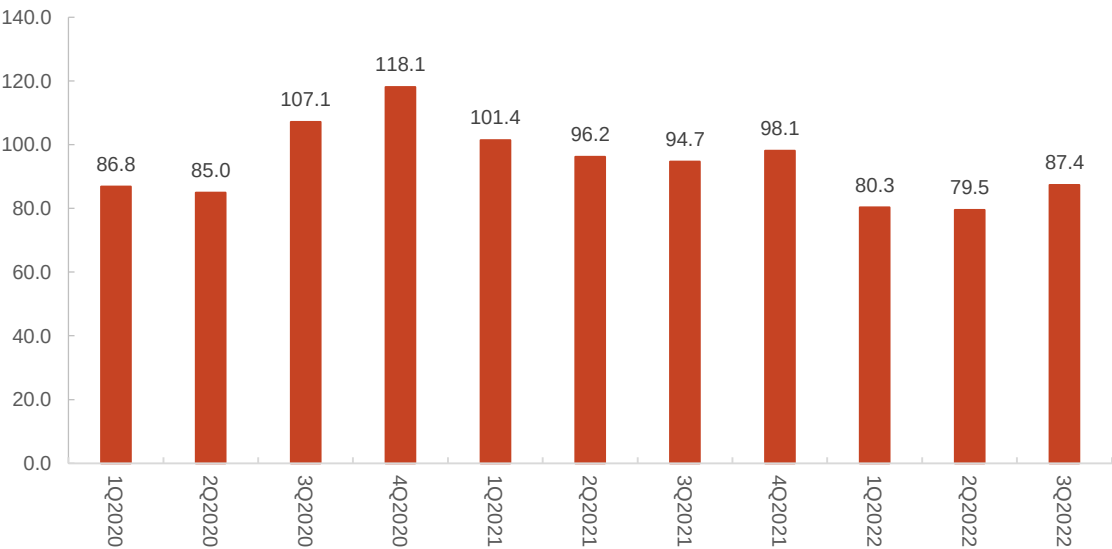
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

箱板纸：净进口减少

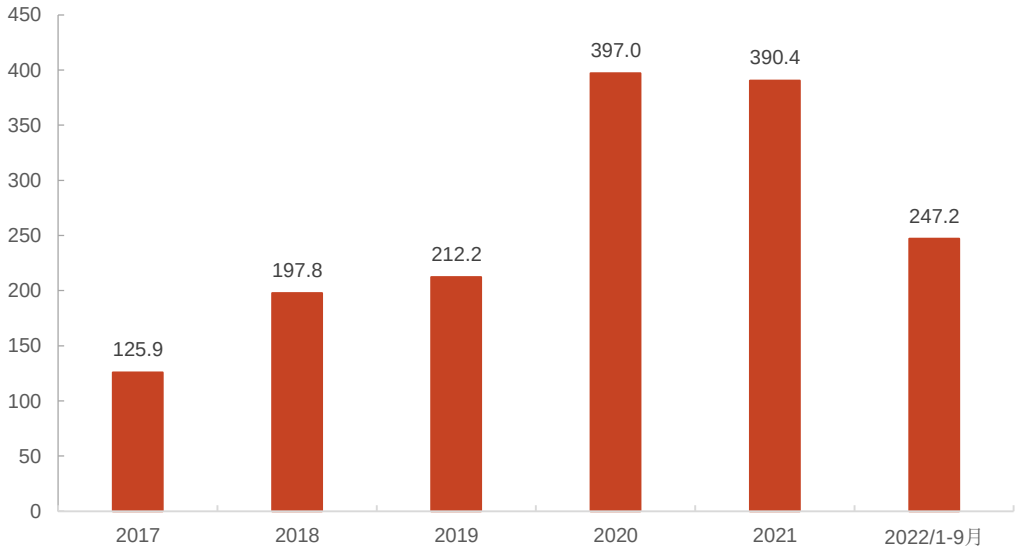
- 2022年1-9月，净进口量为247.2万吨；3Q净进口量环比增7.9万吨；
- 2017-2021年净进口量：125.9/197.8/212.2/397.0/390.4万吨；

图36：1Q2020-3Q2022 箱板纸单季度净进口（万吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图37：2017-2022年1-9月 箱板纸年度累计净进口（万吨）

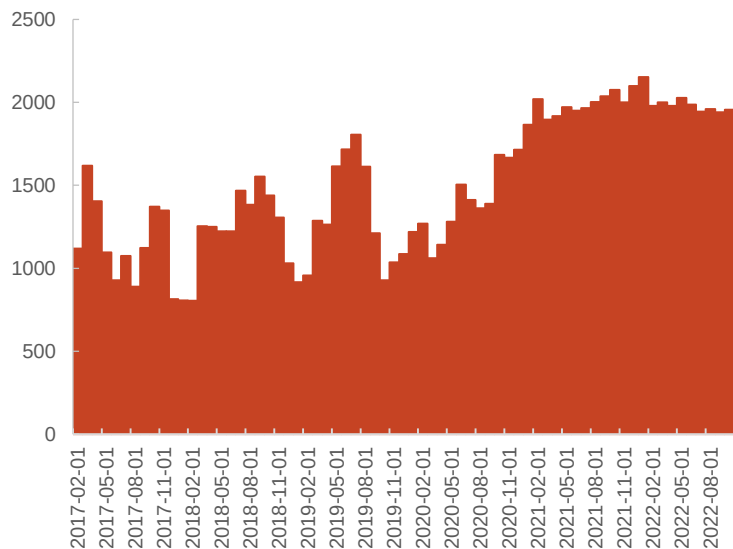


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.4、造纸：内需不强，出口“单骑难救主”

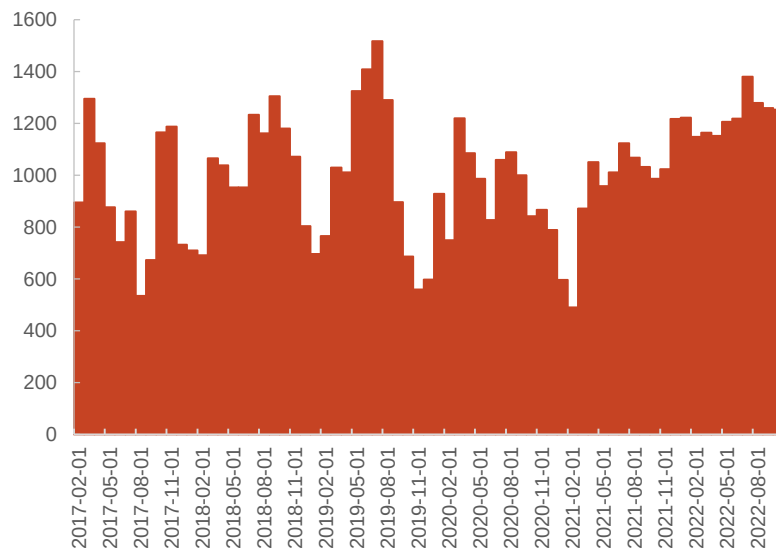
- 箱板纸：下游/企业端库存均处于历史高位，企业开工率持续走低，社会需求低迷；
- 2022年10月，社会端库存195.5万吨，处于历史高位；企业端库存为125万吨，处于历史高位；
 - 2022年10月，箱板纸产能开工负荷率为55.9%，继续下行；

图38：2017/01-2022/10 箱板纸社会端库存（千吨）



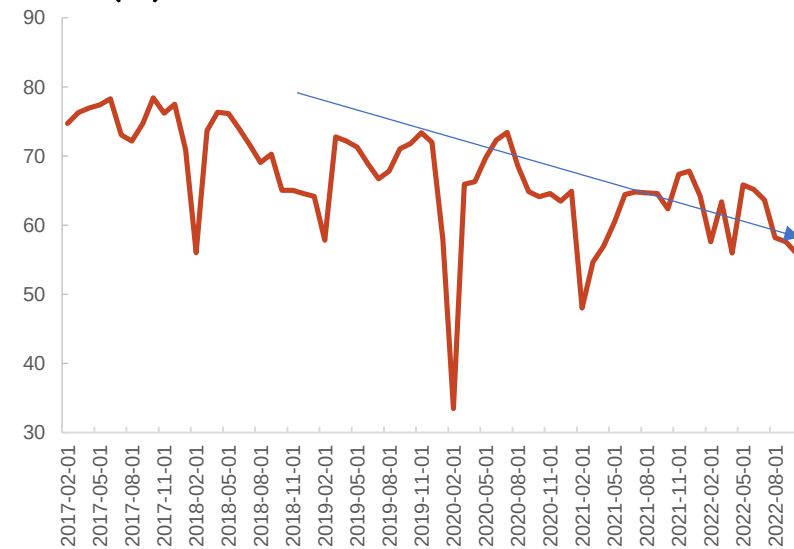
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图39：2017/01-2022/10 箱板纸企业端库存量（千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图40：2017/01-2022/10 箱板纸产能开工负荷率（%）

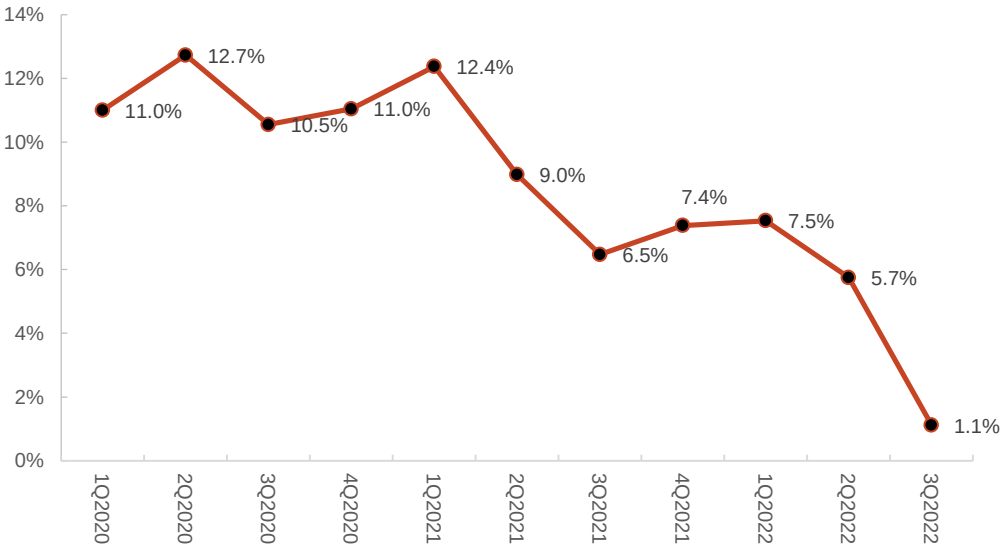


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.5、生活用纸：供求关系不佳，基本面亦低迷

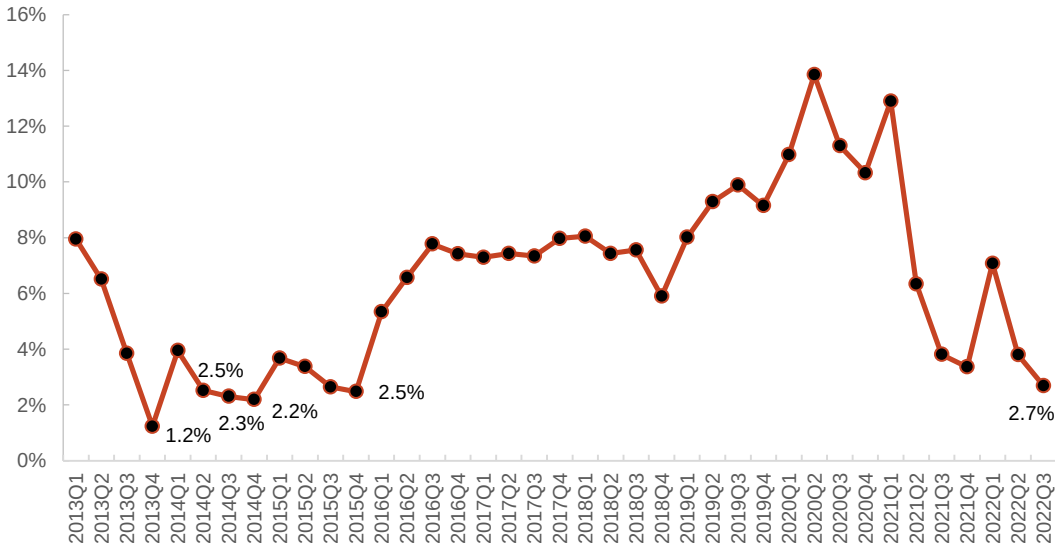
生活用纸：维达国际、中顺洁柔的单季度销售净利率大幅下滑

图41：2020Q1-2022Q3维达国际单季度销售净利率



资料来源：wind，光大证券研究所

图42：2013Q1-2022Q3 中顺洁柔单季度销售净利率



资料来源：wind，光大证券研究所

2.6、固定资产投资保持升势，未来供给压力偏大

新增供给：经历2020年投资下滑后，2021年纸价大幅上涨，刺激行业投资再度增加；

图43：2014/02-2022/10 造纸行业固定资产投资完成额增速（%）

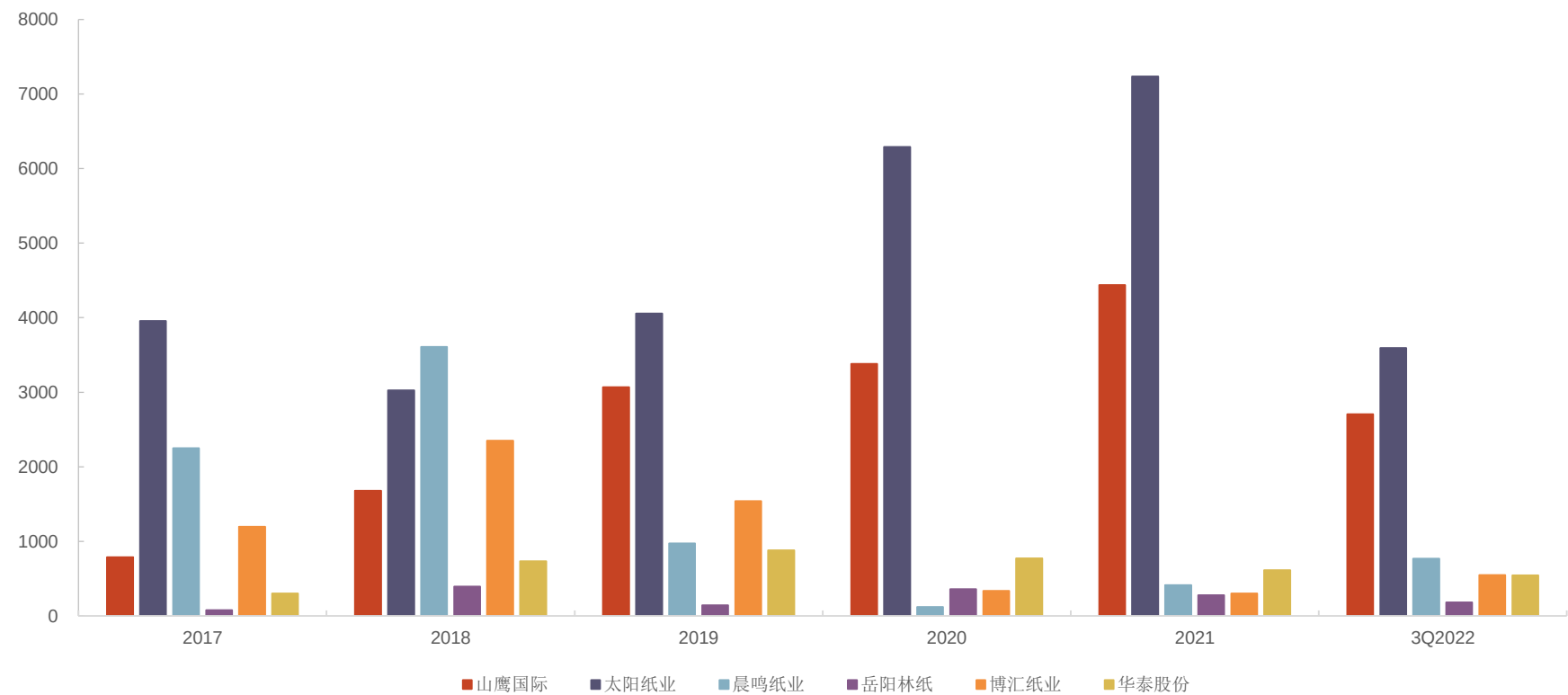


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.6、头部企业中，山鹰国际、太阳纸业引领行业投资

- 微观视角：头部企业中，只有山鹰国际、太阳纸业保持高额资本开支；
- 微观视角：2017-3Q2022年，晨鸣纸业受制于融资租赁和高负债率，资本开支逐渐下降；

图44：2017-3Q2022年 国内头部大宗造纸企业资本开支（单位：百万元）

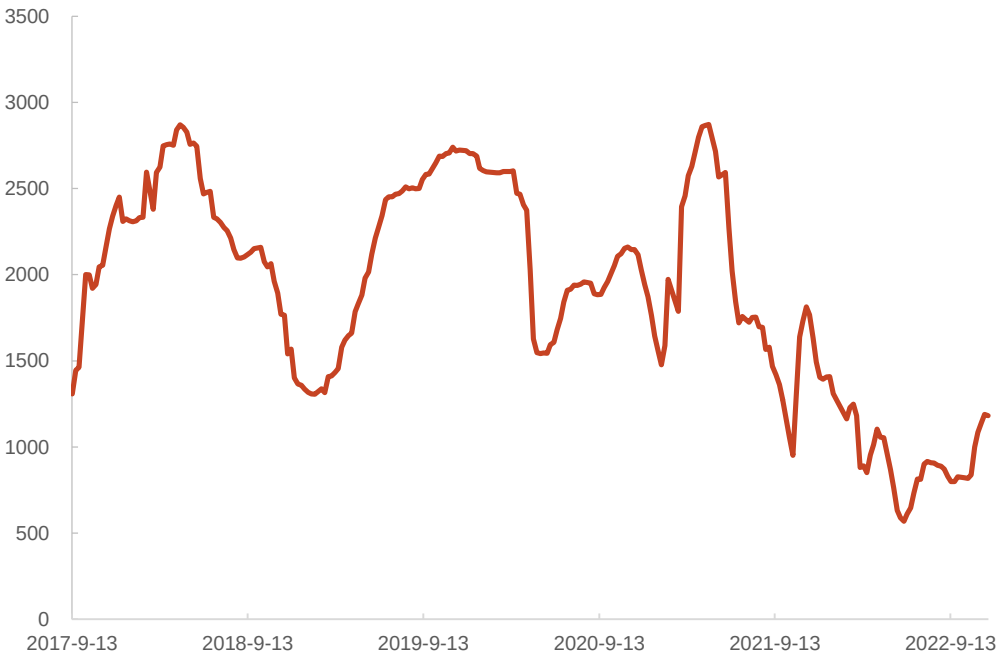


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.7、4Q受益于浆价下跌，盈利有所提振

行业视角：各纸种的吨纸盈利均处于底部

图45：2017/09-2022/11 双胶纸吨纸毛利（单位：元）



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022/11/30

图46：2017/01-2022/11 铜版纸吨纸毛利（单位：元）



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022/11/30

2.7、4Q受益于浆价下跌，盈利有所提振

行业视角：各纸种的吨纸盈利均处于底部

图47：2017/01-2022/11 白卡纸吨纸毛利（单位：元）



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022/11/30

图48：2021/01-2022/11 箱板纸吨纸毛利（单位：元）

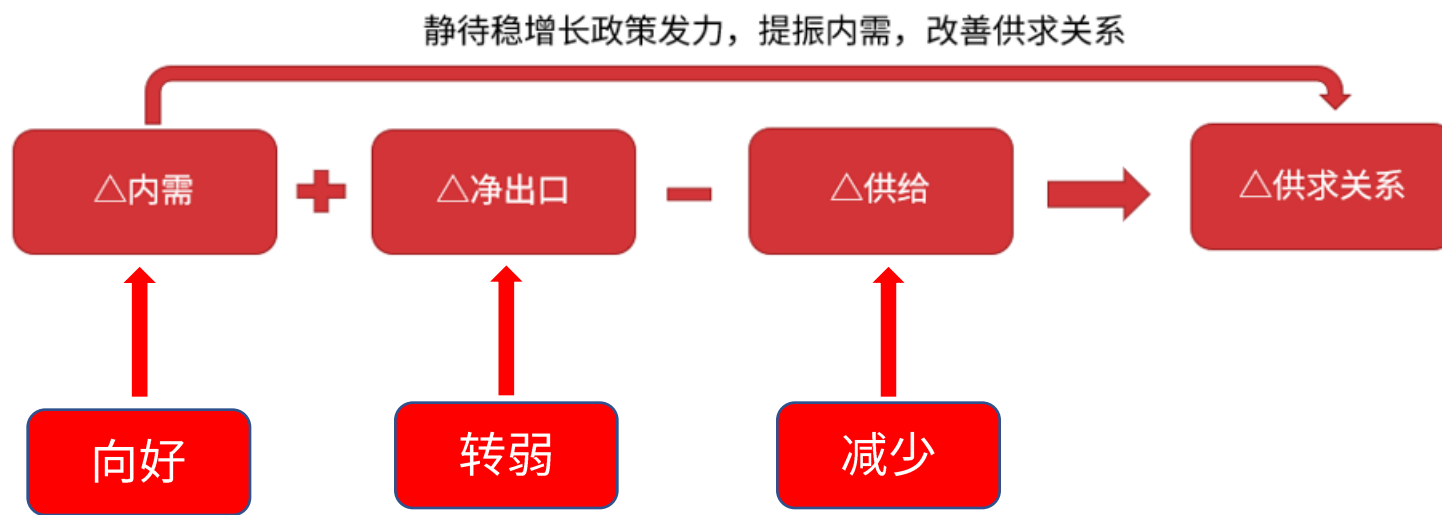


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022/11/30

2.8、2023年各个细分纸种景气度

- 内需升：地产周期触底回暖，疫情防控措施优化，经济回暖带动社会总需求回升；
- 产能增：行业固定资产保持增长，新增产能仍将不断释放；
- 出口降：出口受海外经济下行，边际减少；

图49：2023年造纸行业景气推演



资料来源：光大证券研究所

2.8、2023年各个细分纸种景气度



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

□ 根据我们的测算，预计2023年细分纸种景气排序：铜版纸>箱板纸>双胶纸>白卡纸；

➤ 铜版纸：

因2023-2024年经济恢复，疫情防控措施优化，大量会展预计会重新开启，且行业没有新增产能，预计景气度将连续得到修复；

箱板纸：

因2023年新增产能较少，经济恢复，景气度将得到修复，但2024年在大量新增产能投放之下，预计景气度将再度下滑；

双胶纸：

2023年新增产能较多，预计景气度将下滑，2024年预计景气度亦难以恢复，但双胶纸行业依然存在大量的小型造纸企业，因此如果国家在2023-2024年加大力度，淘汰落后产能，则我们对双胶纸的景气度判断将作出修正；

白卡纸：

2020年四季度价格大幅上涨，以及受益于消费升级和以纸带塑的中长期发展前景，刺激产业资本大量进入白卡纸行业，2023、2024年行业将有大量新增产能投放，对白卡纸景气度影响很大；白卡纸赛道需要关注其中的小纸种，比如：食品卡纸、液态奶卡纸；

2.8、2023年各个细分纸种景气度

根据我们的测算，预计2023年细分纸种景气排序：铜版纸>箱板纸>双胶纸>白卡纸；

表1：2023-2024年 铜版纸景气推演

铜版纸	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
需求	471.4	424.9	377.1	335.6	386.0	393.7
同比增速	1.90%	-9.9%	-11.2%	-11.0%	15.0%	2.0%
△需求	9	-47	-48	-41	50	8
△净出口	20	-50	-18	36	-8	0
△广义需求	29	-97	-66	-5	42	8
△供给					0	0
△（需求-供给）					42	8

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：千吨

表3：2023-2024年 双胶纸景气推演

双胶纸	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
需求	862.8	827.9	866.7	806.0	854.4	871.5
同比增速	4.3%	-4.0%	4.7%	-7.0%	6.0%	2.0%
△需求		-35	39	-61	48	17
△净出口	35	-82	-20	105	-20	0
△广义需求	35	-117	19	44	28	17
△供给					227	90
△（需求-供给）				44	-199	-73

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：千吨

表2：2023-2024年 箱板纸景气推演

箱板纸	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
需求	2731	3010	3079	3109.8	3296.4	3395.3
同比增速	3.1%	10.2%	2.3%	1.0%	6.0%	3.0%
△需求	82	279	69	31	187	99
△净出口	-14	-185	7	63	-20	0
△广义需求	68	94	76	94	167	99
△供给					80	633
△（需求-供给）					87	-534

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：千吨

表4：2023-2024年 白卡纸景气推演

白卡纸	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
需求	867.5	843	879	747.2	859.2	962.3
同比增速	11.0%	-2.8%	4.3%	-15.0%	15.0%	12.0%
△需求	86	-25	36	-132	112	103
△净出口	28	-58	-24	199	-40	0
△广义需求	114	-83	12	67	72	103
△供给				180	320	320
△（需求-供给）				-113	-248	-217

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：千吨

2.9、造纸板块估值低于历史均值

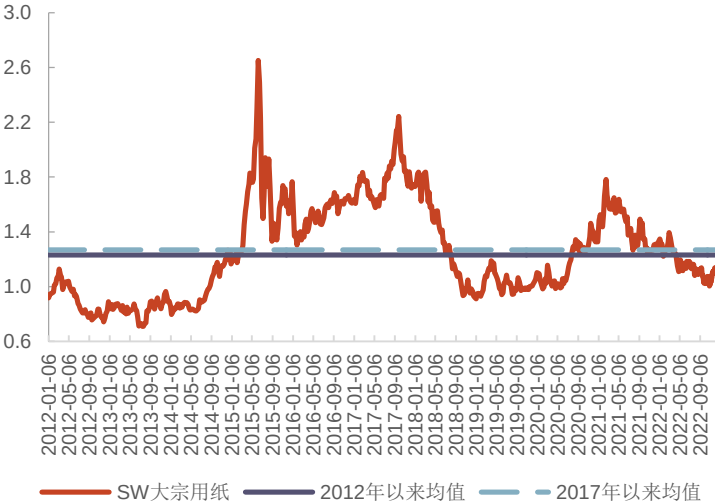
行业指数：目前（2022-12-05，下同）PB为1.14倍，2012年以来PB均值为1.23倍，2017年以来PB均值为1.27倍；

太阳纸业：目前PB为1.38倍，2012年以来PB均值为1.78倍，2017年以来PB均值为1.82倍；

山鹰国际：目前PB为0.76倍，2012年以来PB均值为1.34倍，2017年以来PB均值为1.13倍；

博汇纸业：目前PB为1.52倍，2012年以来PB均值为1.44倍，2017年以来PB均值为1.66倍；

图50：2012年以来造纸行业PB及历史均值



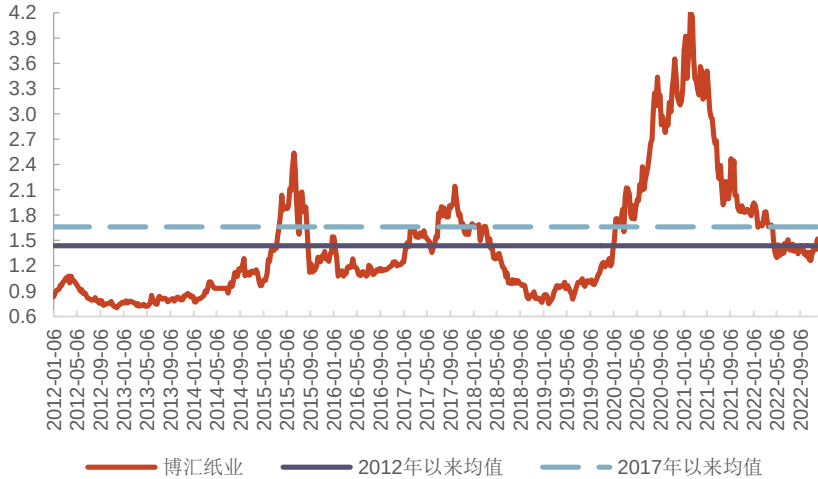
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

图51：2012年以来太阳纸业PB及历史均值



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

图52：2012年以来博汇纸业PB及历史均值



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

图53：2012年以来山鹰国际PB及历史均值



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2022-12-05

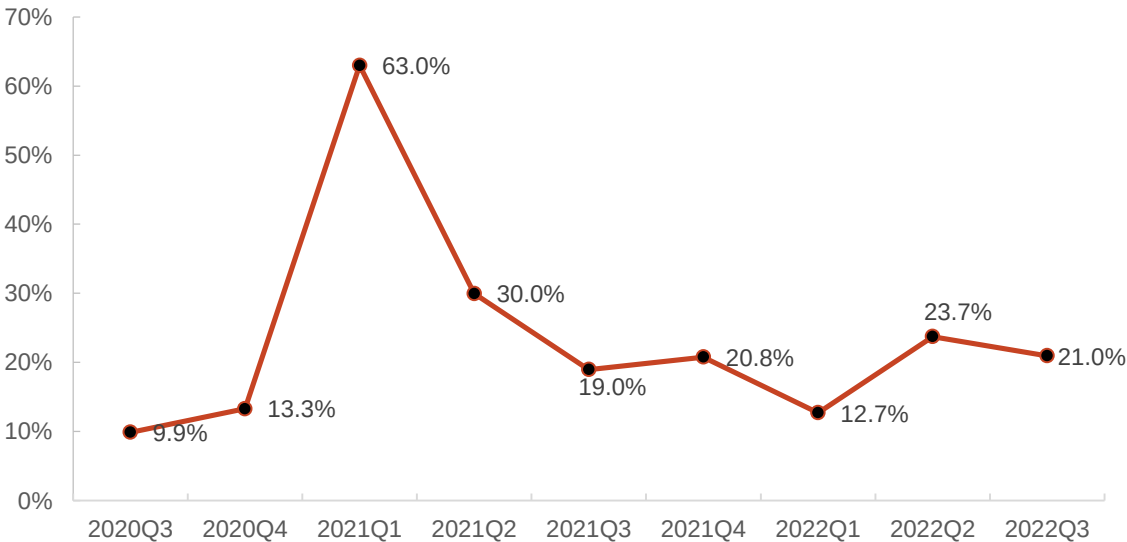
三、特种纸板块观点

- ❑ 3Q特种纸行业需求的“好”与“不好”
- ❑ 3Q特种纸行业继续向头部企业集中
- ❑ 头部企业参与全球竞争的序幕已经开启
- ❑ 浆跌受益，2023年看好特种纸&生活用纸
- ❑ 推荐标的

3.1、特种纸行业需求的“好”与“不好”

- 3Q2022，特种纸行业营收同比+21%，继续保持快速增长，表明行业需求依然较为饱满；
- 3Q2022，特种纸公司盈利能力环比降低，表明在成本继续上行的背景下，需求难以继续支持行业提价；

图54：3Q2020-3Q2022 特种纸板块单季度营收增速



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：以仙鹤股份、五洲特纸、民丰特纸、恒丰纸业、凯恩股份、华旺科技、齐峰新材作为板块全样本；我们剔除了冠豪高新，因2021年冠豪高新并购白卡纸企业粤华包B。

表5：1Q2021-3Q2022 特种纸板块单季度毛利率

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
仙鹤股份	22.5%	27.8%	19.7%	11.5%	11.5%	14.2%	11.8%
五洲特纸	29.0%	21.6%	11.1%	11.1%	16.4%	14.1%	8.4%
冠豪高新	19.2%	17.5%	16.7%	23.2%	14.5%	17.4%	14.1%
民丰特纸	20.2%	16.8%	17.8%	16.8%	13.7%	13.0%	7.8%
恒丰纸业	28.4%	27.3%	22.7%	4.4%	16.4%	15.9%	19.3%
凯恩股份	24.4%	23.4%	25.2%	29.2%	22.4%	21.7%	14.6%
华旺科技	25.3%	26.6%	23.6%	14.8%	21.4%	19.8%	15.6%
齐峰新材	17.4%	14.0%	3.7%	8.1%	9.6%	9.3%	5.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、完成时的“集中”和将来时的“集中”

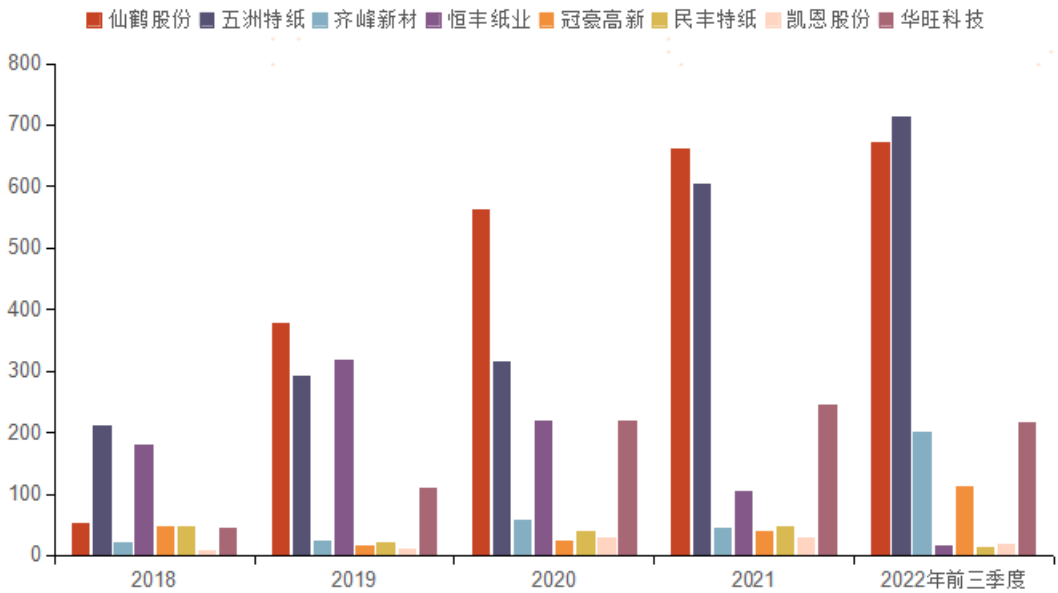
- 完成时的集中：以7家上市特种纸企业总营收作为行业营收，仙鹤股份&五洲特纸所占份额持续提升；
- 将来时的集中：行业资本开支集中于仙鹤股份和五洲特纸，2022年是五洲特纸投产的大年，2023年是仙鹤股份投产的大年；
- 完成时的集中+将来时的集中=行业竞争格局不断优化，2023年行业供求关系依然将保持理想的状态；

表6：1Q2021-3Q2022 特种纸板块各个上市公司营收占比

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
仙鹤股份	29.4%	25.6%	27.3%	28.5%	28.7%	29.2%	29.2%
五洲造纸	14.7%	16.4%	19.4%	17.3%	22.7%	25.0%	24.1%
仙鹤+五洲占比	44.1%	42.0%	46.6%	45.8%	51.4%	54.2%	53.3%
民丰特纸	7.2%	6.7%	6.6%	7.5%	6.6%	5.6%	7.1%
恒丰纸业	9.6%	9.5%	9.0%	9.1%	9.3%	8.6%	8.8%
凯恩股份	9.9%	9.1%	7.9%	6.9%	5.4%	6.4%	5.0%
华旺科技	12.2%	13.1%	12.5%	16.1%	12.9%	12.9%	13.5%
齐峰新材	17.0%	19.5%	17.4%	14.5%	14.3%	12.4%	12.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图55：2017-2022年前三季度 特种纸板块各个上市公司资本开支（百万元）

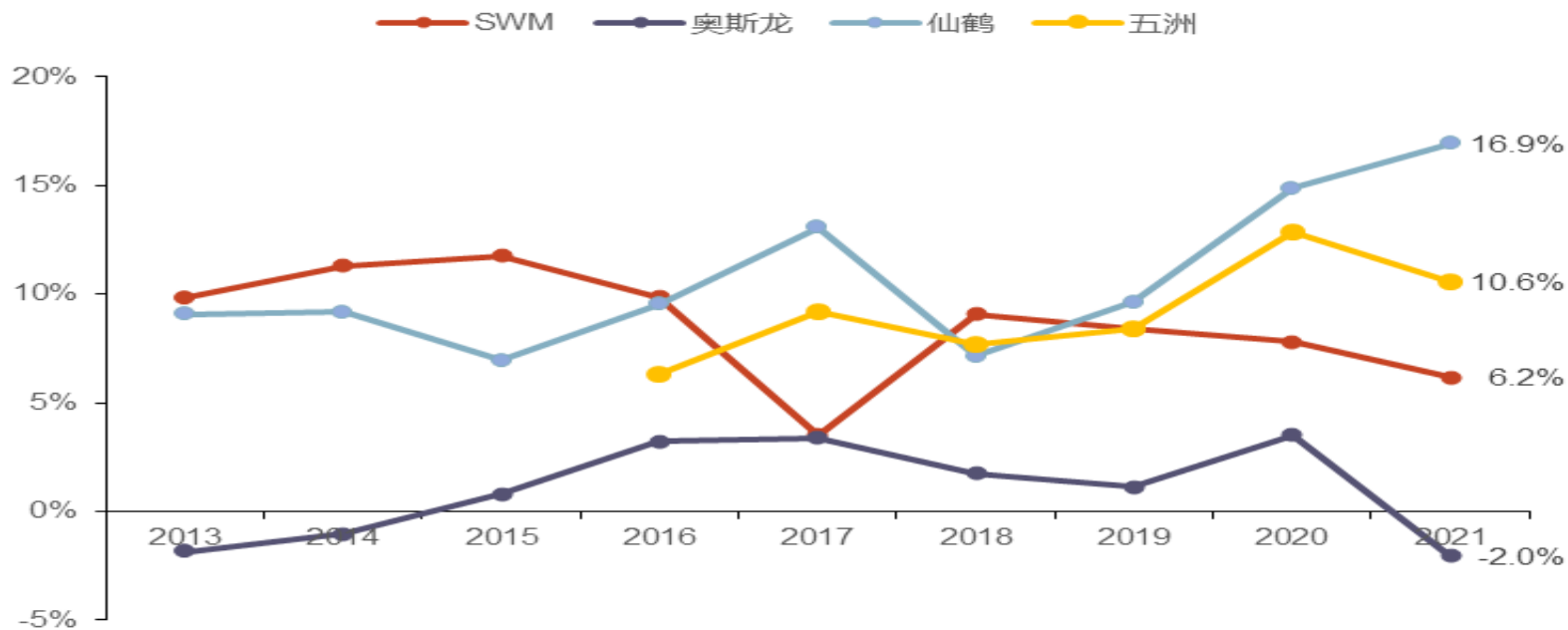


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

➤ 从销售净利率看，中国头部企业的盈利能力已经压倒海外头部企业；

图56：2013-2021年SWM、奥斯龙、仙鹤、五洲净利率

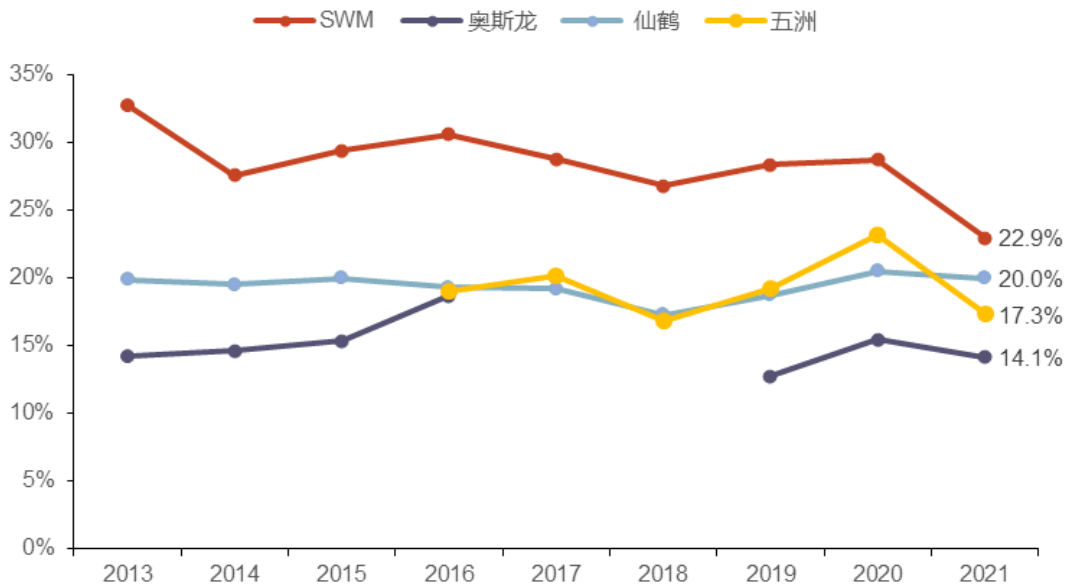


资料来源：各公司公告、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

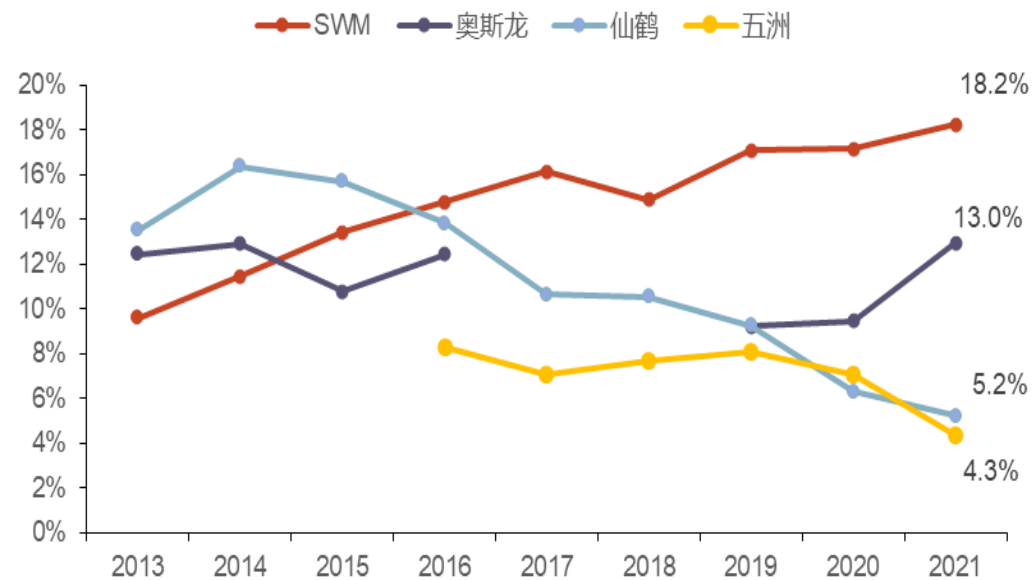
- 毛利率尚未全面占优，但期间费用率控制极为出色；
- 期间费用率明显占优，人力成本、管理效率、财务结构三者占优的结果。

图57：2013-2021年SWM、奥斯龙、仙鹤、五洲毛利率



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

图58：2013-2021年SWM、奥斯龙、仙鹤、五洲期间费用率

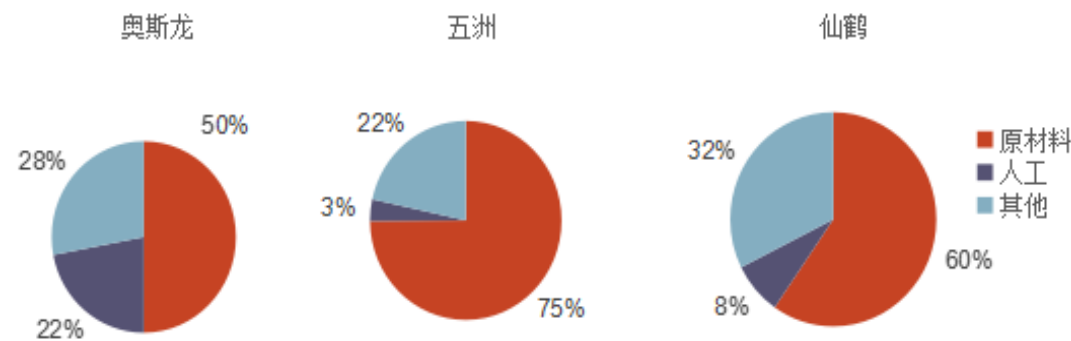


资料来源：各公司公告、光大证券研究所；注：五洲特纸于2020年上市，未披露2016年以前财务数据；奥斯龙未披露2017-2018年相关数据。

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

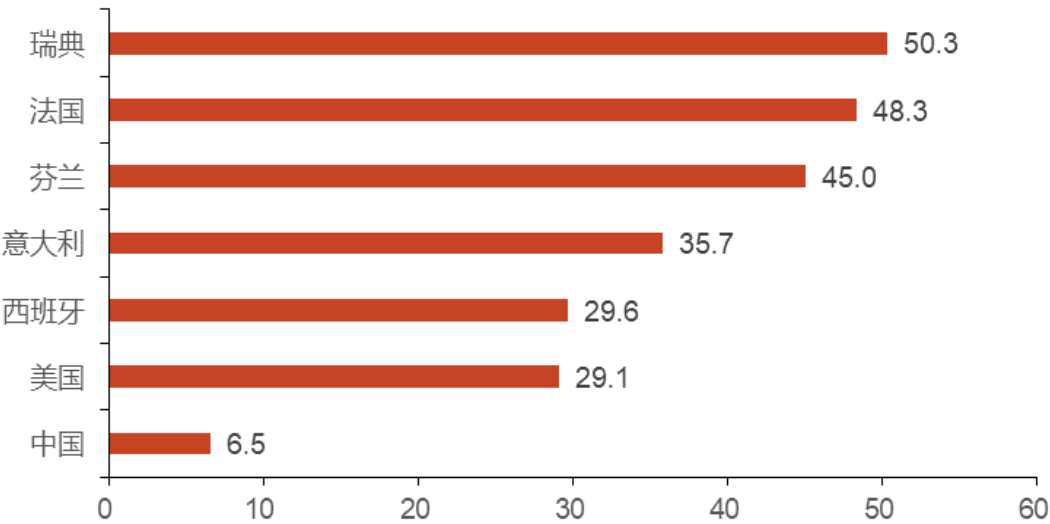
- 优势之一：人力成本，2021年奥斯龙经营成本中人力成本占比高达22%；
- 中国人力成本显著低于美国和欧洲各国，是期间费用率显著占优的重要原因之一；

图59：2021年奥斯龙、五洲、仙鹤经营性成本拆分



资料来源：各公司公告、光大证券研究所
注：经营性成本=COGS+期间费用

图60：2021年中国和欧美国家人工小时工资（美元）

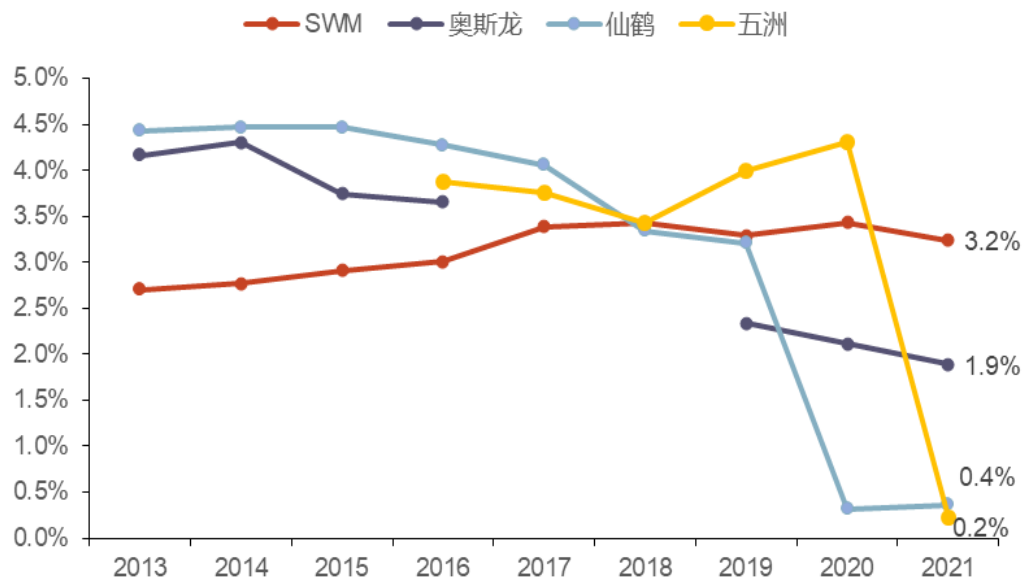


资料来源：WIND、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

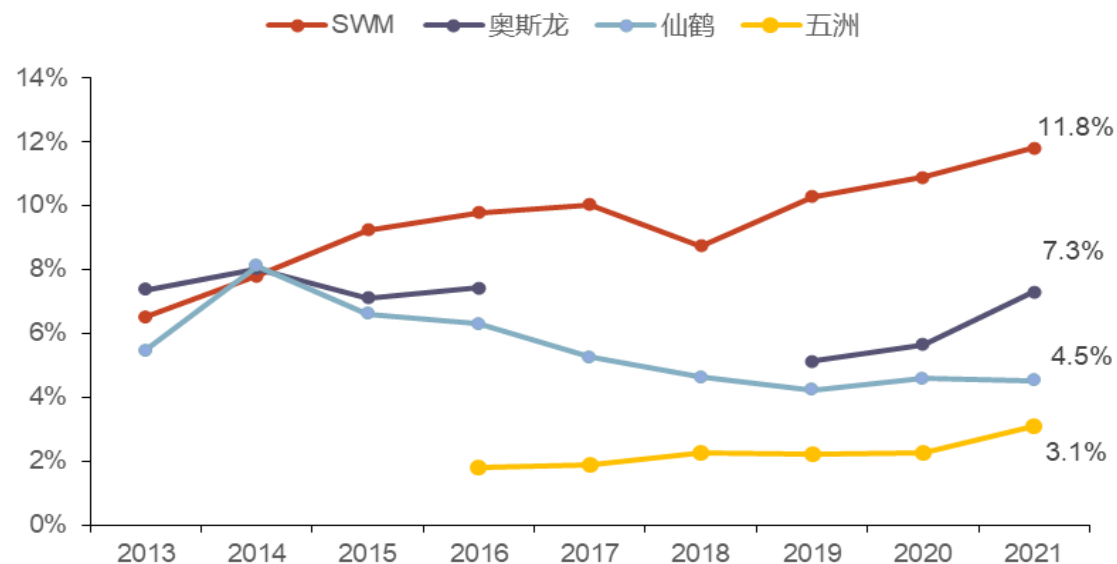
- 优势之二：管理效率；
- 销售费用率和管理费用率明显占优，除人力成本占优之外，管理效率占优亦是重要原因；

图61：2013-2021年SWM、奥斯龙、仙鹤、五洲销售费用率



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

图62：2013-2021年SWM、奥斯龙、仙鹤、五洲管理费用率

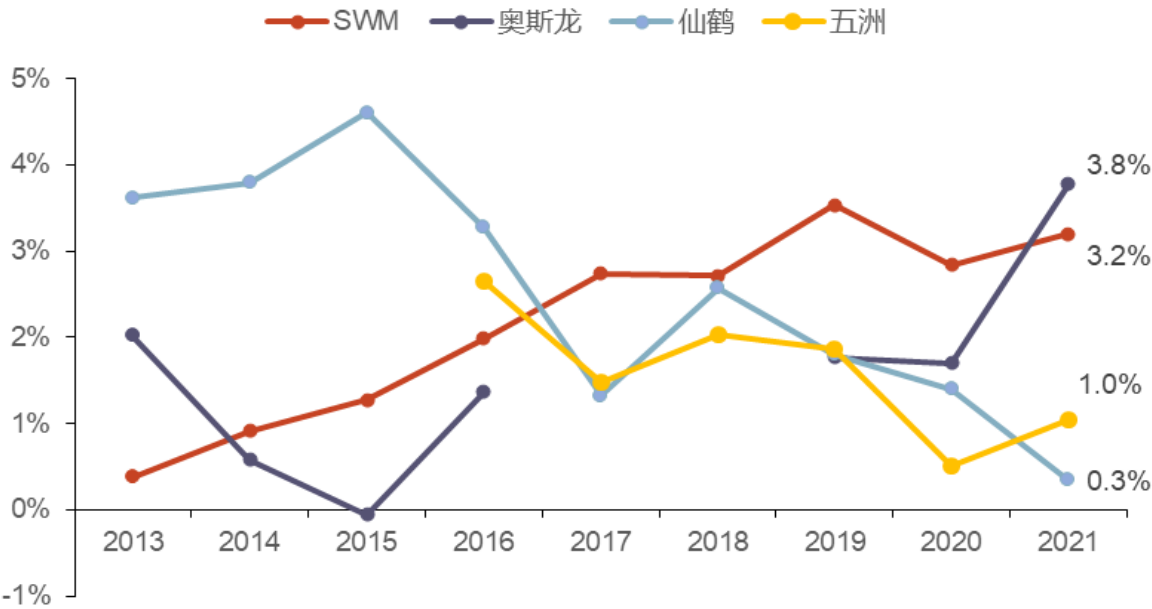


资料来源：各公司公告、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

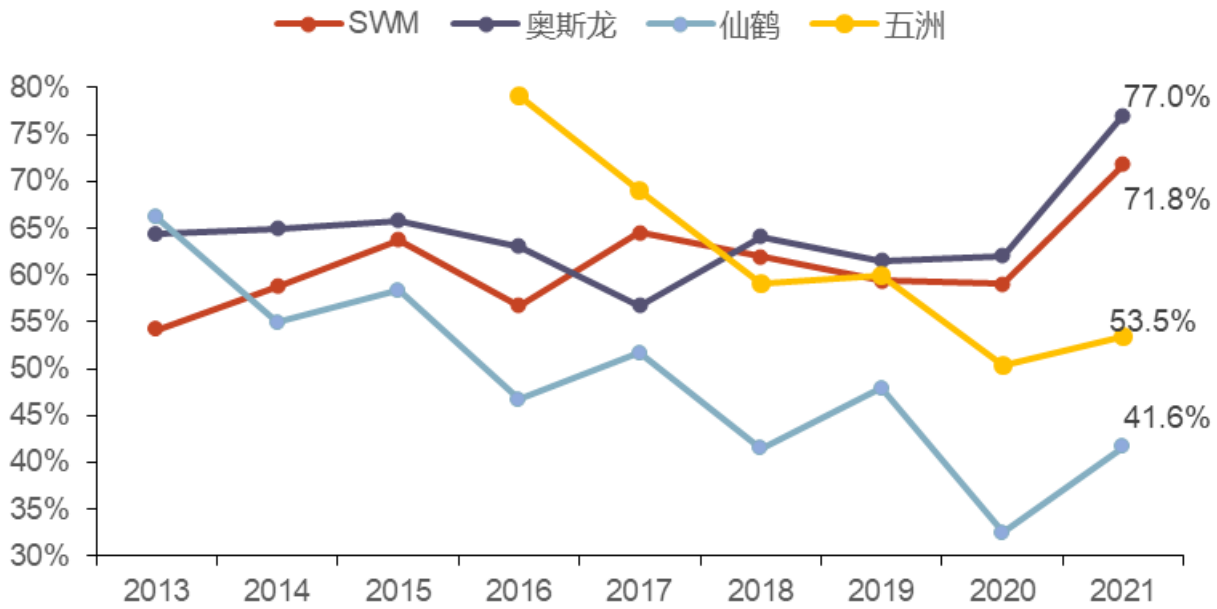
- 优势之三：财务结构；良好的财务结构令国内头部企业的财务费用率显著低于海外头部公司；
- 中国头部企业在完成上市之后，实力大增，而良好的盈利能力则不断增强财务实力；

图63：2013-2021年SWM、奥斯龙、仙鹤、五洲财务费用率



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

图64：2013-2021年SWM、奥斯龙、仙鹤、五洲资产负债率

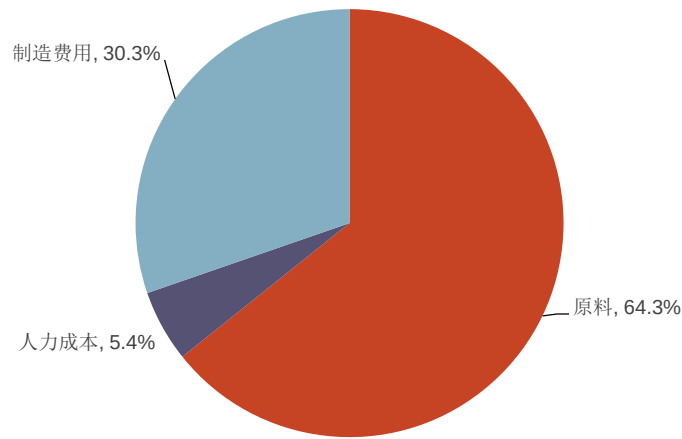


资料来源：各公司公告、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

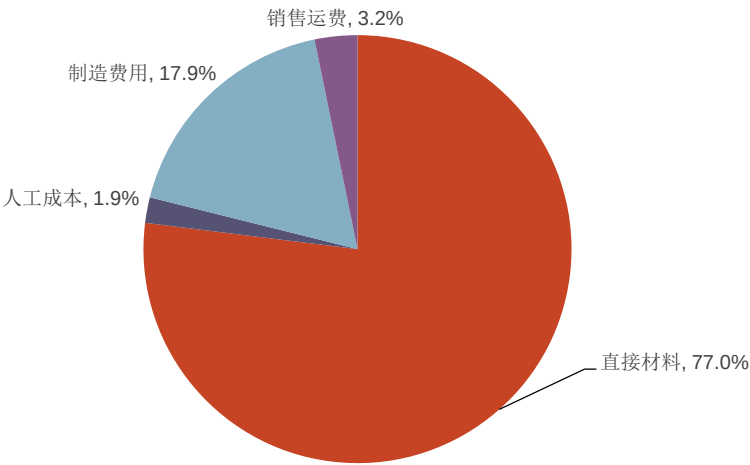
- 毛利率为什么没有明显占优？
 - 1、人力成本占COGS比例较低，人力成本上的差距在生产成本之中难以拉开差距；

图65：2021年仙鹤股份COGS占比分拆



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图66：2021年五洲特纸COGS占比分拆

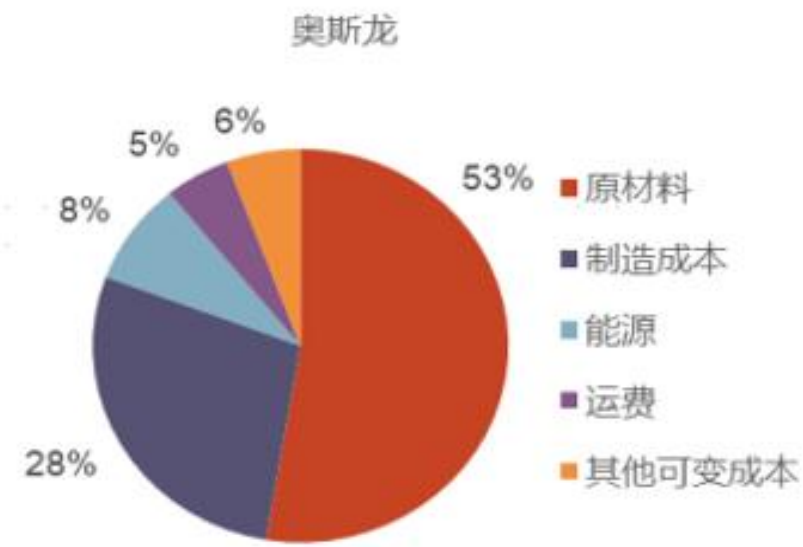


资料来源：公司公告、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

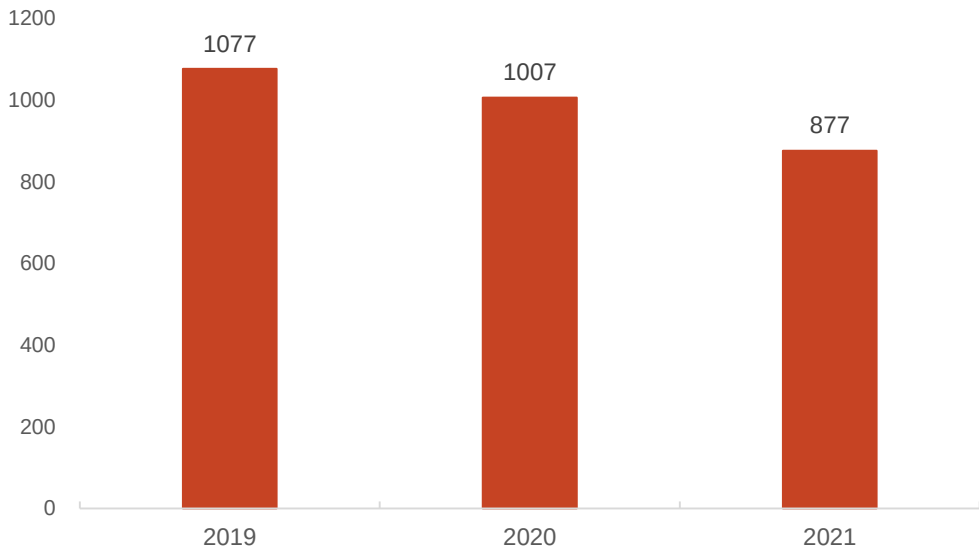
- 毛利率为什么没有明显占优？
- 2、欧洲企业在能源和原料成本上占优，对冲了COGS中人力成本的劣势；
- 3、欧洲特种纸已有百年历史，中国跟欧洲企业相比，研发能力尚存差距；

图67：2021年奥斯龙 COGS占比分拆



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图68：2019-2021年奥斯龙吨纸能耗成本（人民币元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

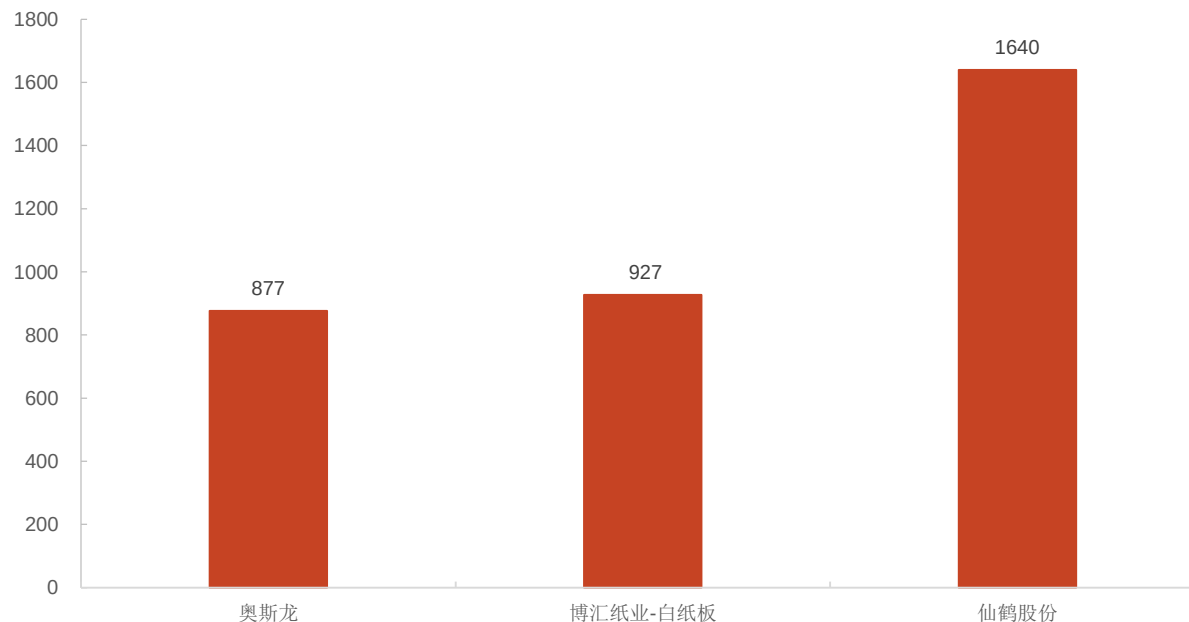
➤ 毛利率为什么没有明显占优？

2、欧洲企业在能源和原料成本上占优，对冲了COGS中人力成本的劣势；

由于五洲特纸的主力产品是食品卡纸，其吨纸能耗成本与博汇纸业的白板纸吨耗成本接近，但因克重更低，因此高于博汇纸业的白板纸吨耗成本，根据我们的测算，仙鹤股份的吨纸能耗成本为1640元，而仙鹤股份的整体纸种克重较五洲更低，因此单吨能耗成本高于五洲特纸合乎逻辑。

奥斯龙的木浆自给率为40%，五洲没有自备浆，仙鹤股份仅有10万吨自备浆，因此奥斯龙在原料成本方面亦占据优势；

图69：2021年奥斯龙、博汇纸业白板纸、仙鹤股份吨纸能耗成本



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

➤ 毛利率何时能够占优？

我们认为2022年国内头部企业的毛利率已经开始占优，中长期看，随着国内头部企业将主力产能向中、西部转移，带来人力、土地、能耗成本的降低，同时自产原料带来原料成本下行，将导致毛利率系统性占优，且优势越来越明显

- 1、短期：俄-乌冲突导致天然气价大幅上升，带来欧洲造纸能耗成本飙升，中国企业能耗成本开始占优；
- 2、中长期：中国企业研发能力的追赶；
- 3、中长期：中国头部企业将主力产能开始向中西部转移；

图70：2017/01-2022/12 NYMEX天然气期货价格（美元/百万英热单位）



资料来源：Wind、光大证券研究所

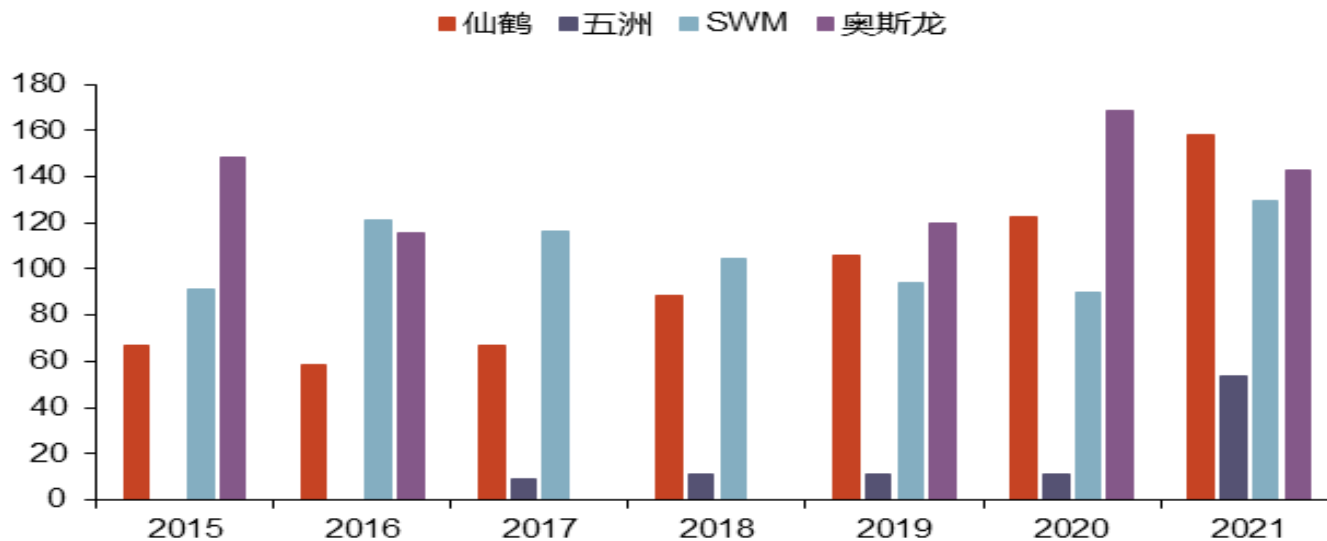
3.3、参与全球竞争的条件已经具备

➤ 毛利率何时能够占优？

我们认为国内头部企业的毛利率已经开始系统性占优，且优势越来越明显

- 1、短期：俄-乌冲突的助攻；
- 2、中长期：研发能力的追赶，2015年仙鹤研发费用只有奥斯龙的34%，2021年是奥斯龙的1.1倍；
- 3、中长期：头部企业将主力产能开始向中西部转移；

图71：2015-2021年仙鹤、五洲、奥斯龙、SWM研发费用（百万元）



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

3.3、参与全球竞争的条件已经具备

➤ 毛利率何时能够占优？

我们认为国内头部企业的毛利率已经开始系统性占优，且优势越来越明显

- 1、短期：俄-乌冲突的助攻；
- 2、中长期：研发能力的追赶；
- 3、中长期：头部企业将主力产能开始向中西部转移，人力、土地、能耗、原料成本全面降低；

表7：仙鹤股份已公布广西、湖北项目的布局情况

	广西项目	湖北项目
芦苇、化机类纤维		90万吨
化学浆	100万吨	
化机浆	50万吨	
林木投资	10亿元	
特种纸	100万吨	140万吨
涂布产能		20万吨

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表8：五洲特纸已公布广西、湖北项目的布局情况

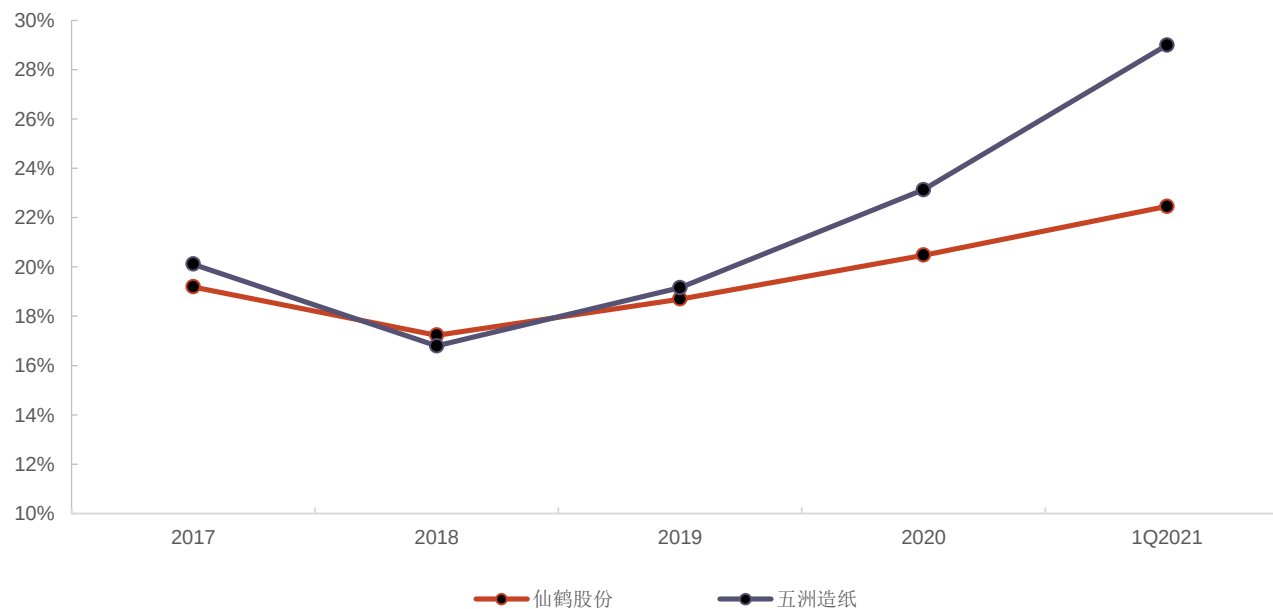
	湖北项目	江西项目
化机浆/化学浆生产线	155 万吨	
机制纸	294 万吨	
化机浆		30万吨

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.4、浆跌受益：特种纸

- 基于全球经济进入收缩期，以及木浆产能释放，我们看空2023年浆价；
- 以史为镜，2018-2020年浆价下跌时间窗口，特种纸盈利上行；

图72：2017-1Q2021 仙鹤股份和五洲特纸的毛利率

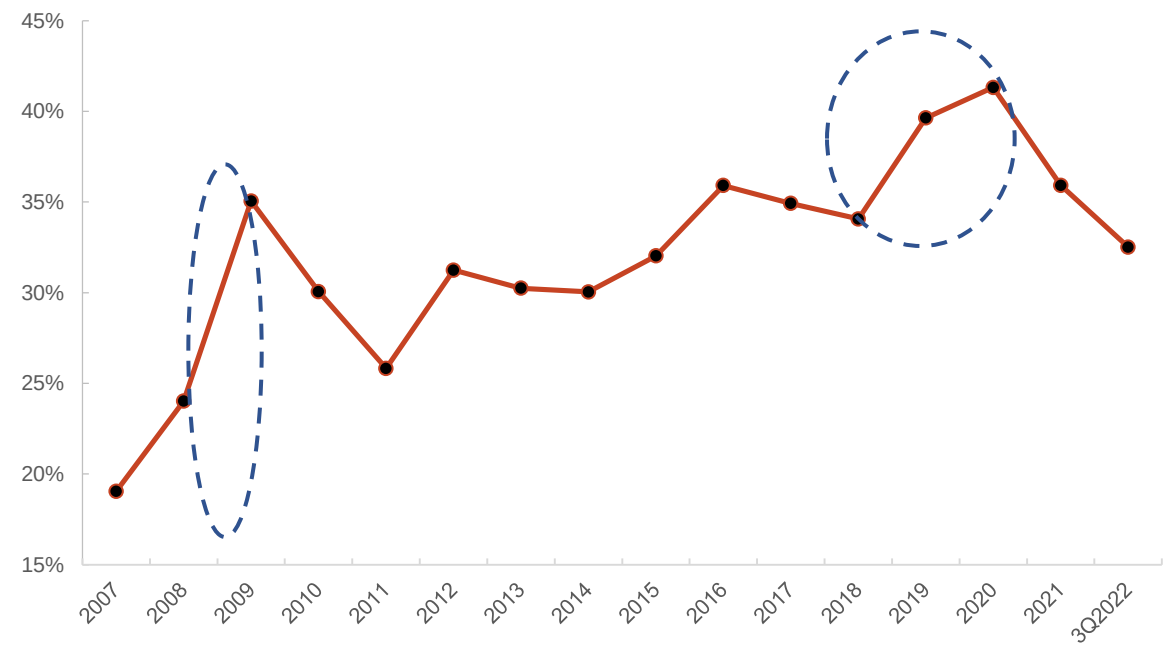


资料来源：Wind、光大证券研究所

3.4、浆跌受益：生活用纸

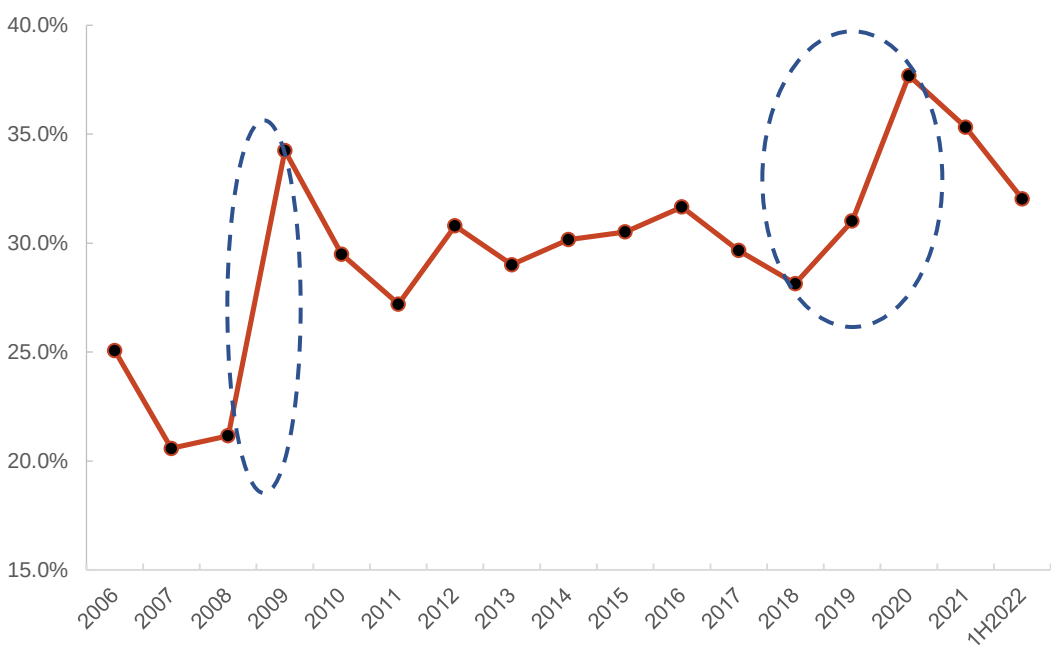
➢ 从历史复盘看，在木浆价格下跌的2009年和2018-2020年，两个时间窗口，中顺洁柔 and 维达国际的盈利能力均得到了较大幅度的提升；

图73：2007-3Q2022年中顺洁柔毛利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图74：2006-1H2022年维达国际毛利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

3.5、特种纸板块推荐标的：仙鹤股份

- 公司介绍：仙鹤股份是国内特种纸行业的龙头企业，拥有9个细分纸种，2021年拥有产能115万吨（含联营公司夏王），预计2023年，公司的总产能将达到153万吨。
- 2022年前三季度，公司实现营收/归母净利润分别为55.1/5.67亿元，分别同比+26.3%/-37.2%；3Q2022实现营收/归母净利润分别为19.12/2.13亿元，分别同比+29.5%/-27.7%；
- 2023年，我们看好浆价下跌带来的成本红利释放，中长期看，我们认为内需的增长、份额的提升以及出口的发力将驱动公司收入实现高增长，同时自备浆产能的连续释放将持续为公司带来成本红利，铸就高成长能力；
- 盈利预测、估值与评级：我们维持2022-2024年公司归母净利润的预测分别为8.08/13.09/17.03亿元，当前股价对应PE分别为26/16/12倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：木浆和能源价格涨幅超预期，需求增长低于预期，融资失败的风险。

表9：仙鹤股份盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,843	6,017	7,645	10,470	13,191
营业收入增长率	6.04%	24.24%	27.07%	36.94%	25.99%
净利润（百万元）	717	1,017	808	1,309	1,703
净利润增长率	63.02%	41.76%	-20.51%	61.93%	30.16%
EPS（元）	1.02	1.44	1.14	1.85	2.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.40%	15.84%	11.58%	16.10%	17.80%
P/E	31	22	26	16	12
P/B	4.1	3.5	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08

3.5、特种纸板块推荐标的：五洲特纸

- 公司介绍：公司是国内食品卡纸行业的龙头企业，共计拥有78万吨食品级卡纸产能，同时公司还拥有30万吨文化纸产能，以及可转印纸、格拉辛纸和描图纸产能，总计产能达到135万吨。
- 2022年前三季度，公司实现营收/归母净利润分别为45.5/2.24亿元，分别同比+69.5%/-28.7%；3Q2022实现营收/归母净利润分别为15.77/0.10亿元，分别同比+50.3%/-80.6%；
- 2023年，浆价下行以及三季度末，公司位于江西的30万吨化机浆产能投产，将为公司带来成本红利；中长期，食品卡纸、格拉辛纸等产能的不断增加，新研发纸种的投产，以及自备浆产能的释放，将为五洲特纸构建起中长期成长空间；
- 盈利预测、估值与评级：我们维持2022-2024年公司归母净利润的预测分别为2.15/5.29/6.61亿元，当前股价对应PE分别为32/13/10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内宏观经济低于预期，木浆和动力煤价格上涨超预期。

表10：五洲特纸盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,635	3,690	5,902	8,021	9,602
营业收入增长率	10.89%	40.04%	59.96%	35.90%	19.71%
净利润（百万元）	339	390	215	529	661
净利润增长率	69.91%	15.24%	-44.25%	146.98%	25.51%
EPS（元）	0.85	0.98	0.54	1.32	1.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.06%	18.44%	9.83%	19.97%	20.98%
P/E	21	19	32	13	10
P/B	4.3	3.4	3.1	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08

3.5、生活用纸板块推荐标的：中顺洁柔

- 公司介绍：公司是国内领先的生活用纸品牌，在广东江门、云浮、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山建立了六大绿色生产基地，年产能近百万吨。
- 2022年前三季度实现营收/归母净利润分别为61.1/2.7亿元，同比分别-2.6%/-43.3%；3Q2022年，实现营收/归母净利润分别为17.5/0.5亿元,同比分别-13.9%/-39.3%；
- 我们认为2023年，木浆成本下降将令公司的盈利能力得到修复，中长期看，太阳品牌的入局以及个人护理业务的发展壮大，将为公司打开中长期的成长空间；
- 盈利预测、估值与评级：我们维持公司2022-2024年公司归母净利润的预测分别为3.23/4.78/5.48亿元，当前股价对应PE分别为48/33/28倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争程度超预期，木浆、能源价格上涨幅度超预期。

表11：中顺洁柔盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,824	9,150	8,440	9,678	10,994
营业收入增长率	17.91%	16.95%	-7.76%	14.67%	13.59%
净利润（百万元）	906	581	323	478	548
净利润增长率	50.02%	-35.85%	-44.62%	46.54%	13.11%
EPS（元）	0.69	0.44	0.25	0.36	0.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.97%	11.85%	6.30%	8.55%	8.96%
P/E	17	27	48	33	28
P/B	3.1	3.2	3.1	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08

3.5、生活用纸板块推荐标的：维达国际



- 公司介绍：公司是中国排名第一的生活用纸品牌，在内地建有十大先进生产基地，中国台湾有一间生产基地，于马来西亚有两大生产基地，以维达、得宝、多康、添宁、包大人、Libresse薇尔、Libero、Drypers等主要品牌发展生活用纸、失禁护理、女性护理、婴儿护理及居家外清洁卫生解决方案多个业务。
- 2022年前三季度，公司实现营收/归母净利润分别为140.55/6.87亿港币，同比分别+6.6%/-44.3%。3Q2022，公司实现营收/归母净利润分别为43.74/0.49亿港币，同比分别+6.5%/-81.6%；
- 2023年，木浆成本降低将令公司的盈利能力得到修复，带来业绩高增长，中长期看，产品结构高端化、国内个人护理业务的拓展以及东南亚市场的深耕将令公司具备良好的发展前景；
- 盈利预测、估值与评级：我们维持公司2022-2024年归母净利润的预测分别为7.48/13.99/11.91亿港币，当前股价对应PE分别为30/16/19倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内宏观经济低于预期，能源价格上涨超预期。

表12：维达国际盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万港元）	16,512	18,676	19,952	22,258	24,659
营业收入增长率	2.72%	13.11%	6.83%	11.56%	10.79%
归母净利润（百万港元）	1,874	1,638	748	1,399	1,191
归母净利润增长率	64.66%	-12.59%	-54.35%	87.06%	-14.88%
EPS（港元）	1.56	1.36	0.62	1.16	0.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.06%	12.58%	5.43%	9.22%	7.28%
P/E	11	14	30	16	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08

四、家居板块观点



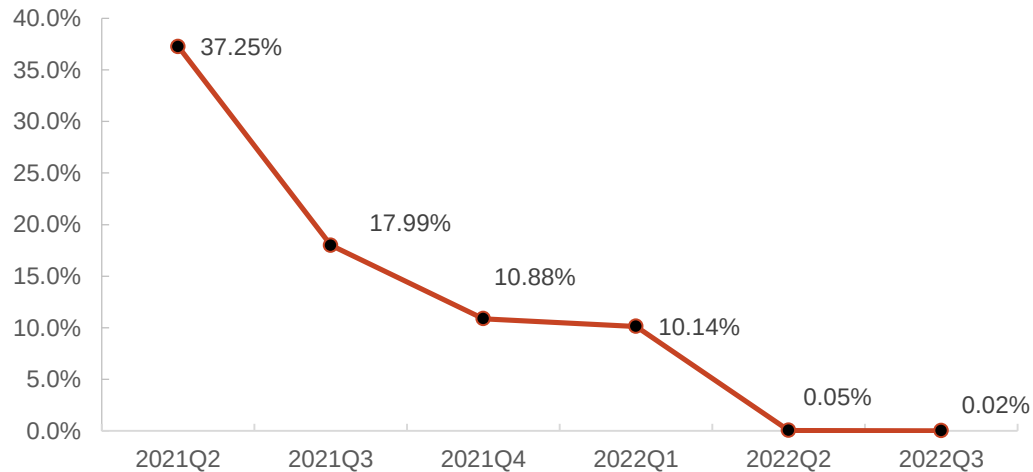
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ❑ 地产的低迷，拖累家居产业的基本面
- ❑ 整装和配套的高增长，拉低零售端利润率
- ❑ 存量房的装修占比将不断提升，零售能力更为重要
- ❑ 原料价格下跌，有助于2023年盈利修复
- ❑ 美国地产：虽处下行周期，但供求关系并未严重恶化
- ❑ 家居行业推荐标的

4.1、“覆巢之下，岂有完卵”，头部企业亦承受重重压力

- 定制板块：在家具行业整体受地产影响的背景下，定制上市家居公司的营收增长亦呈现疲软之势；
- 软体板块：22年软体家居板块虽然不受工程拖累，但国内地产疲软叠加美国地产周期下行，亦承受着较大的经营压力；

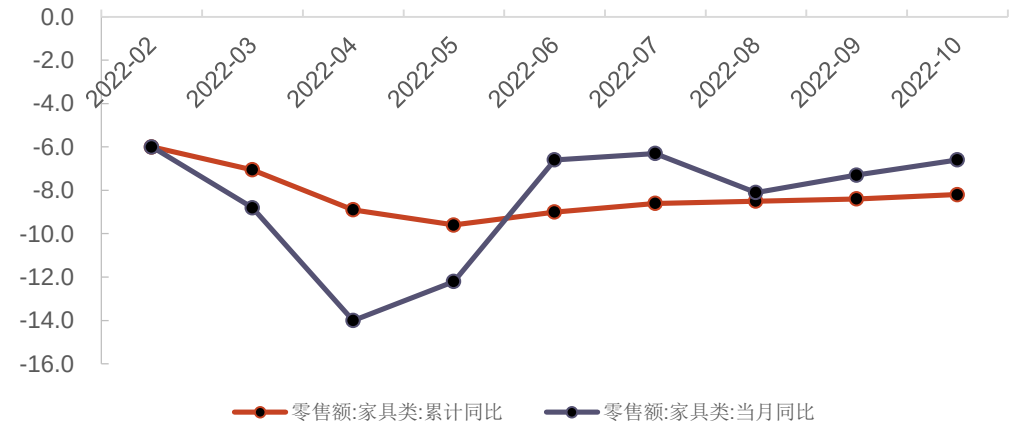
图75：2Q2021-3Q2022 定制家居板块单季度营收同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

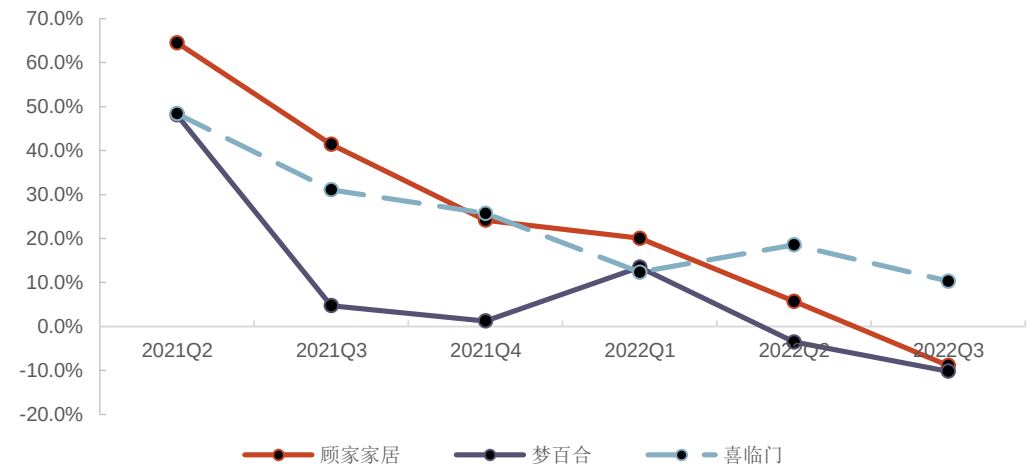
注：定制板块是由主流8家公司构成，分别是欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺

图76：2022/02-2022/10 家具零售额累计和单月同比增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图77：2Q2021-3Q2022 软体上市公司单季度营收同比增速

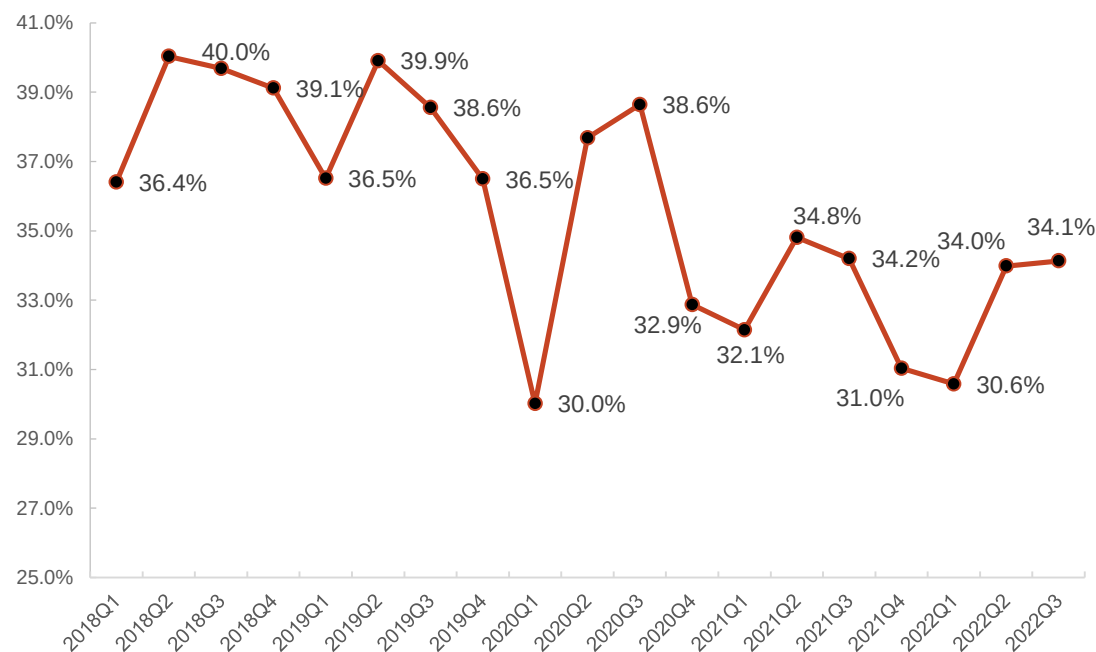


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、整装和配套的高增长，压低了零售端的盈利能力

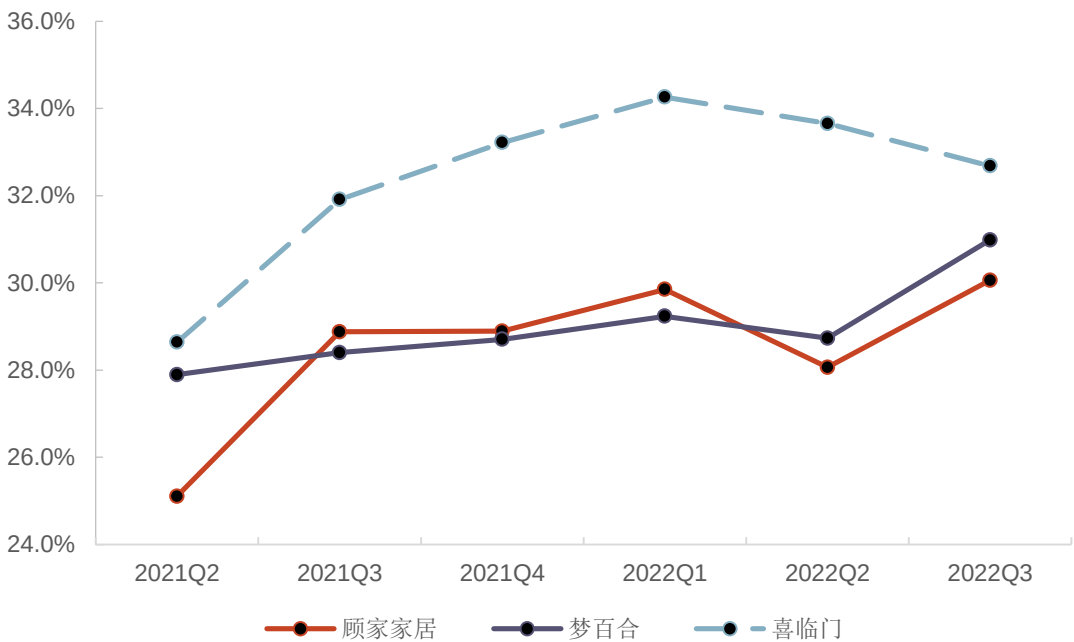
- 家居板块：定制的盈利能力自2022年以来逐季环比改善，但整装和配套的低毛利影响了同比表现；
- 软体板块：软体家居企业，在原料价格降低的背景下，盈利能力保持上行。

图78：1Q2018-3Q2022定制家居板块单季度毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：定制板块是由主流8家公司构成，分别是欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺

图79：2Q2021-3Q2022 软体家居板块单季度毛利率

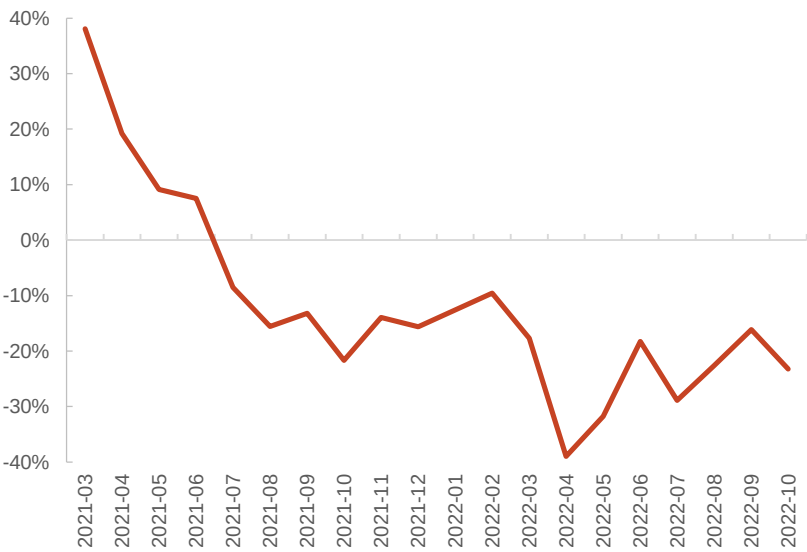


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：软体家居板块是由主流3家公司构成，分别是顾家家居、梦百合、喜临门

4.3、存量房的装修需求，是未来争夺的聚焦点

- 保交付发力，国内竣工跌幅收窄；但销售和新开工表现不甚理想；
- 预计存量房二手房装修占装修市场的比重将持续提升，家居零售能力将越发重要，整装赛道的战略地位将不断提升；

图80：2021/03-2022/10 国内商品房月度销量同比



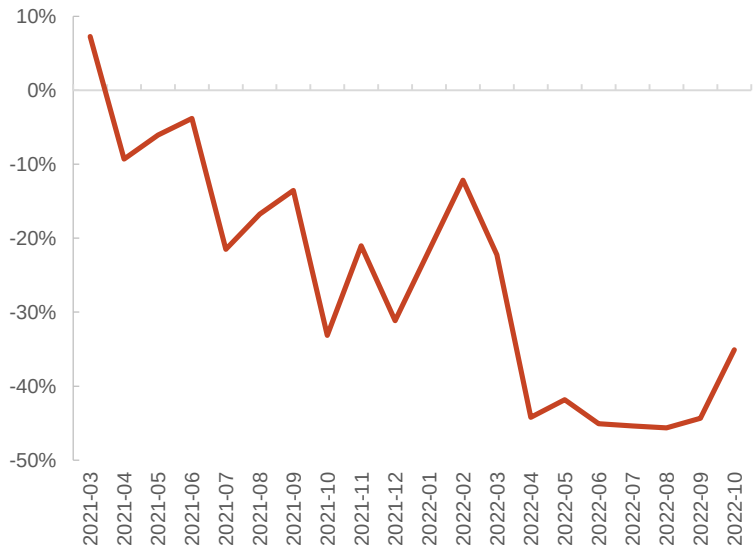
资料来源：Wind，光大证券研究所

图81：2021/03-2022/10 国内商品房竣工面积单月同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图82：2021/03-2022/10国内商品房新开工面积累计同比

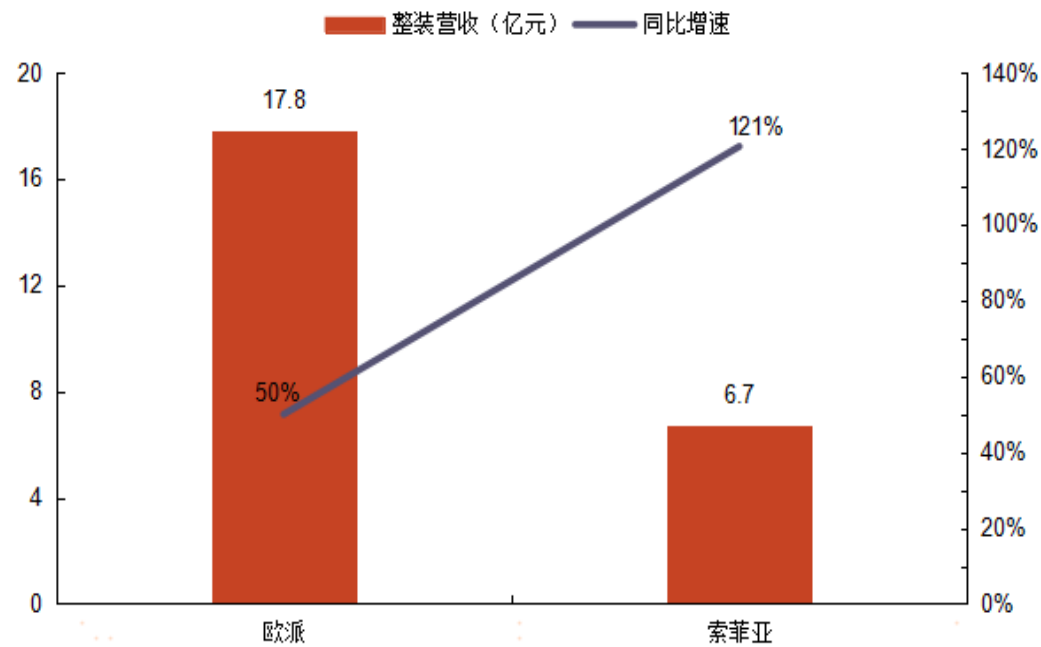


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3、家装从增量走向存量，整装重要性显著提升

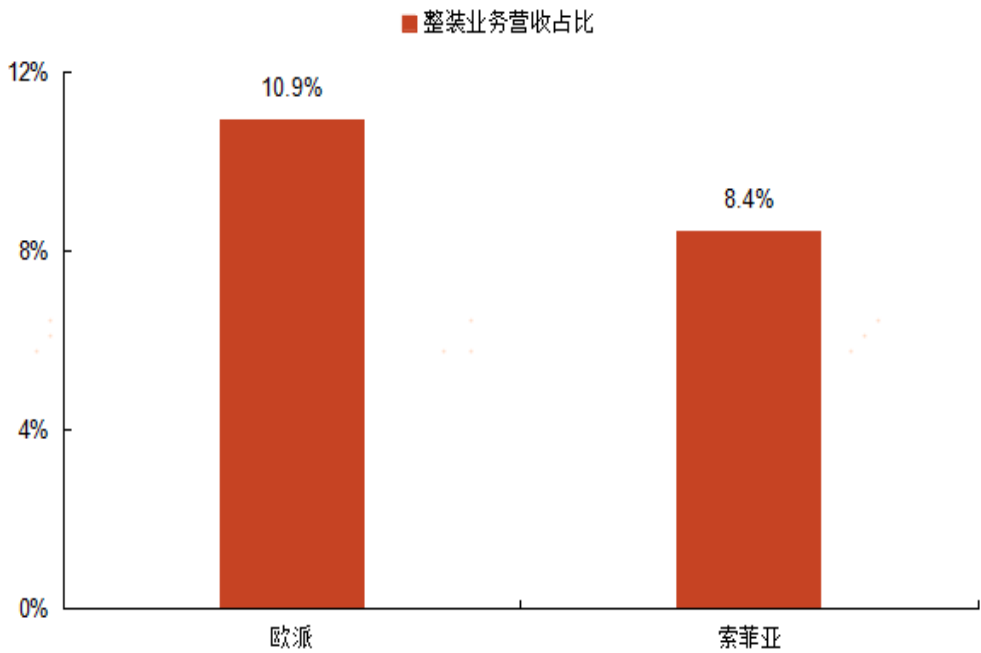
- 头部企业纷纷入局整装赛道；
- 从2022年前三季度情况看，整装业务均能保持高增长，欧派和索菲亚的整装营收占比已超过或即将达到10%；
- 我们认为在经历2022年整装营收占比提升之后，2023年整装业务将能对总收入起到实质性的拉力。

图83：2022年前三季度两家头部企业整装业务营收与同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所；同比增速为右轴

图84：2022年前三季度两家头部企业整装业务营收占比

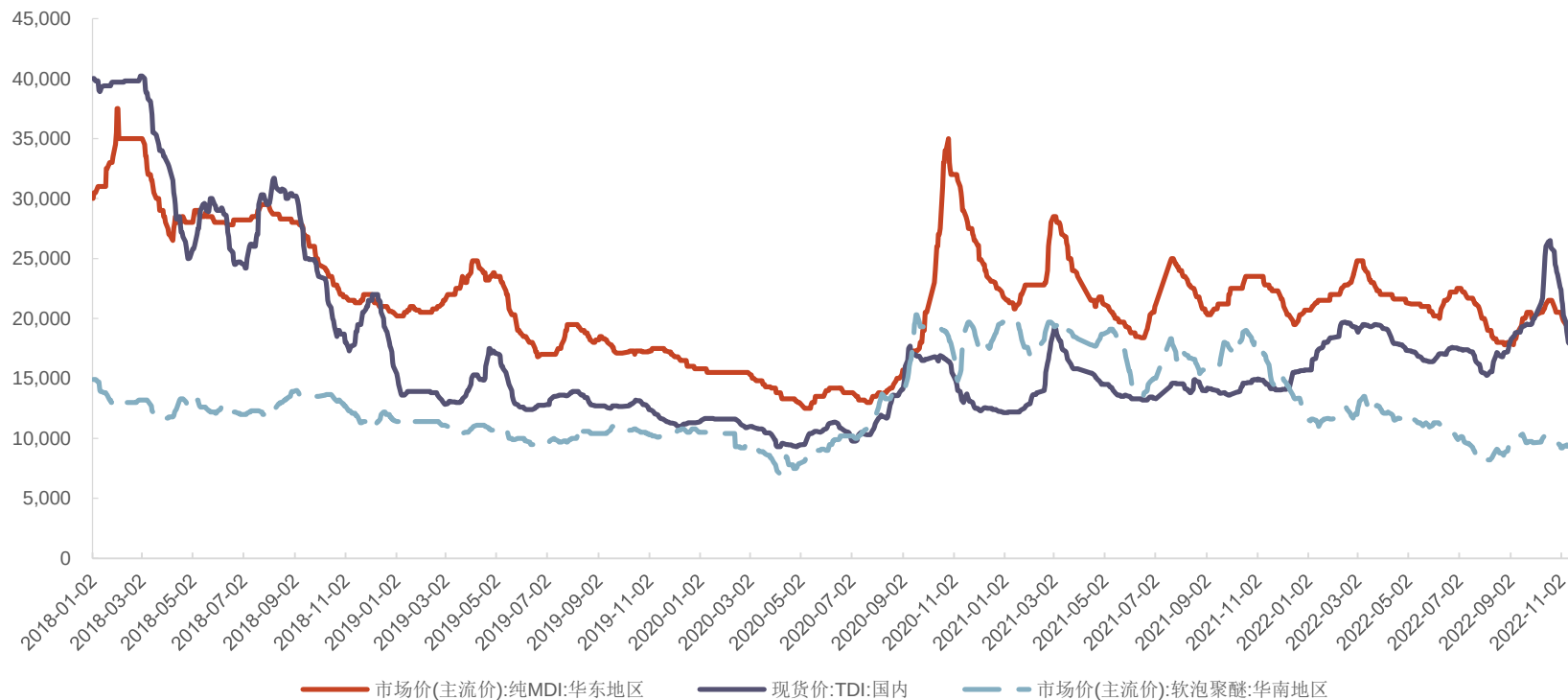


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.4、原料价格下行，软体家居毛利率将继续提升

- 受益于石油价格下行，软体家居的主要三个原料：MDI/TDI/聚醚的价格持续下跌，我们预计2023年软体家居的盈利能力有望继续提升；

图85：2018/01-2022/11 MDI、TDI和软泡聚醚的价格走势（元/吨）

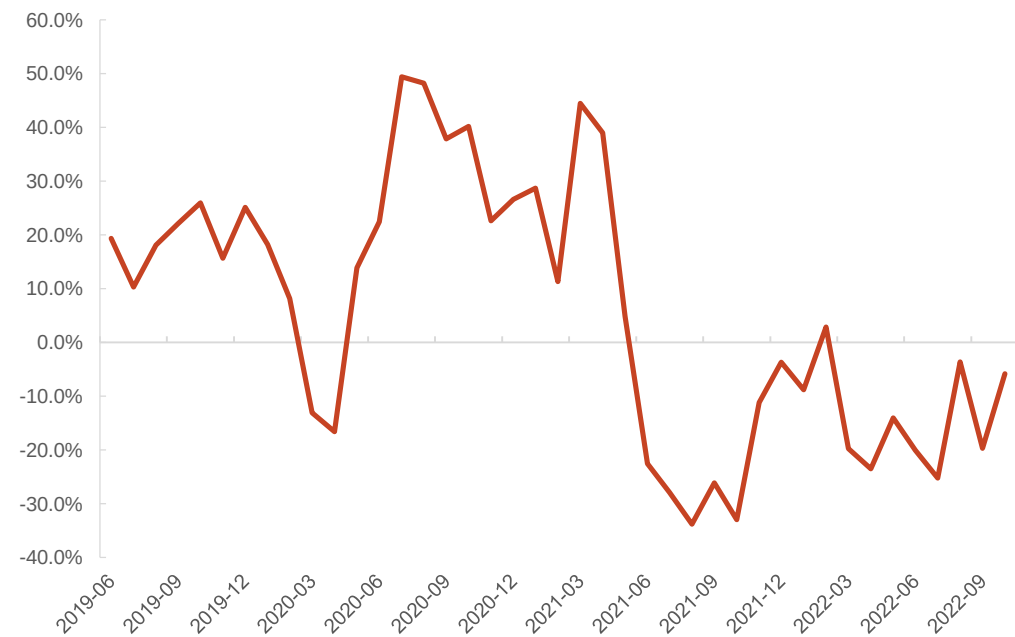


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.5、美国地产：新屋有望先于成屋触底回暖

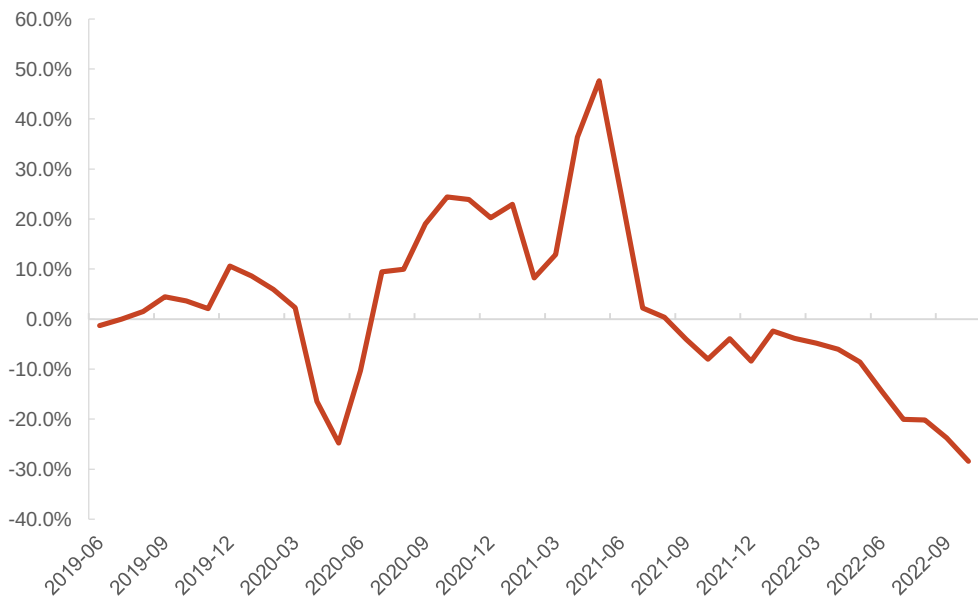
➤ 美国新屋销售下滑幅度逐步收窄，成屋销售依然大幅下滑；

图86：2019/06-2022/10 美国新屋销量月度同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图87：2019/06-2022/10 美国成屋销量月度同比

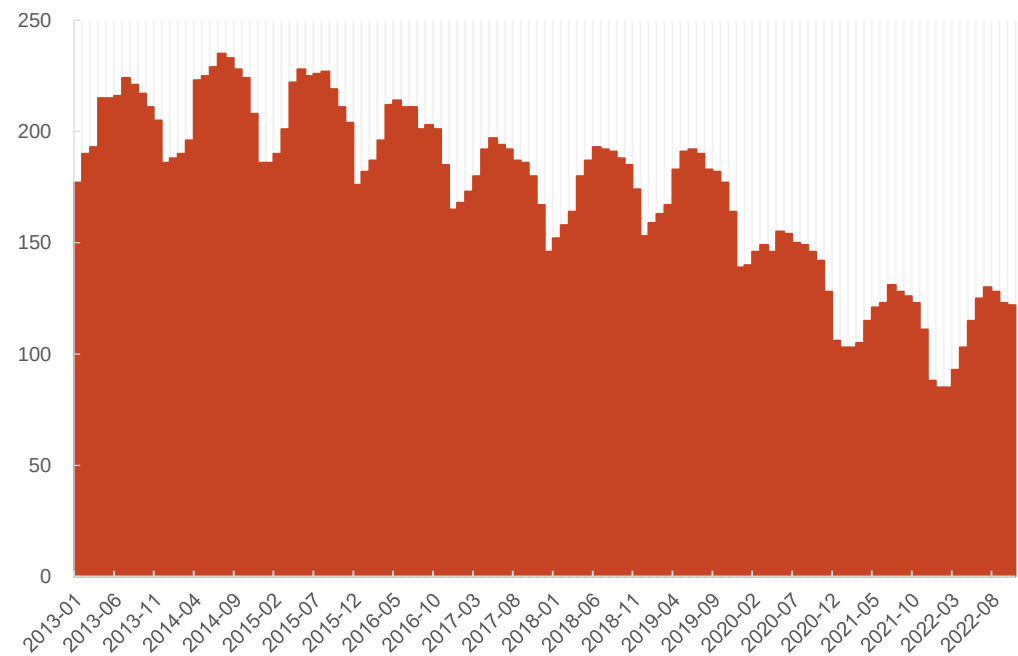


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.5、美国地产：成物库存和空置率均处历史低位

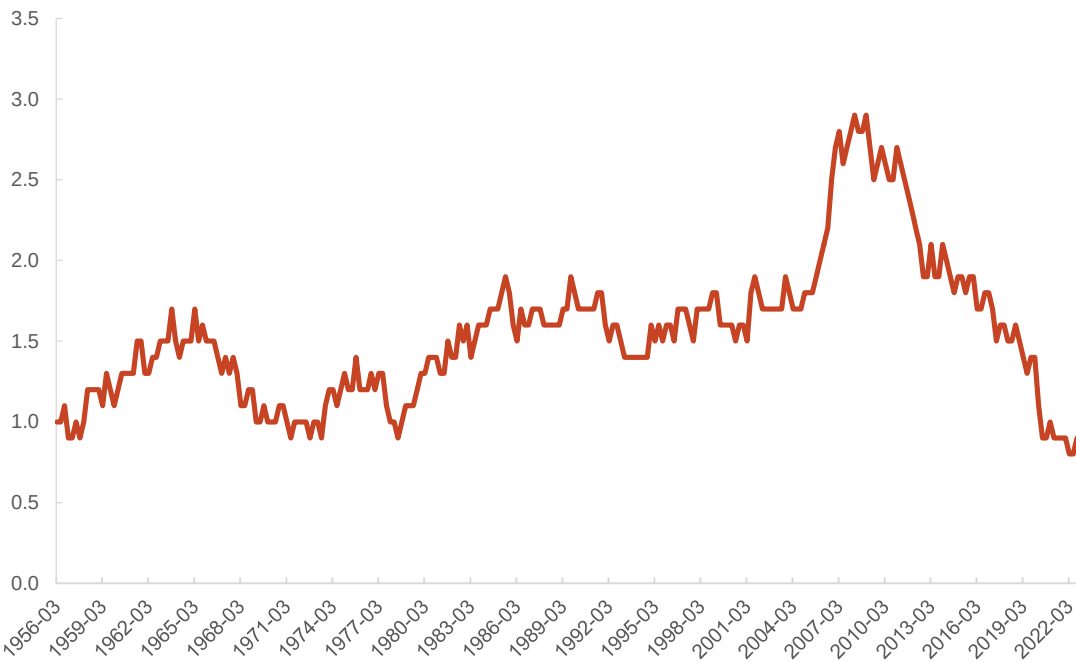
- 2022年10月，美国成屋的库存数据122万套，依然处于历史低位；
- 2022年9月，美国房屋空置率为0.9%，历史低位；

图88：2013/01-2022/10 美国成屋库存（万套）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图89：1956/03-2022/09 美国房屋空置率水平（%）

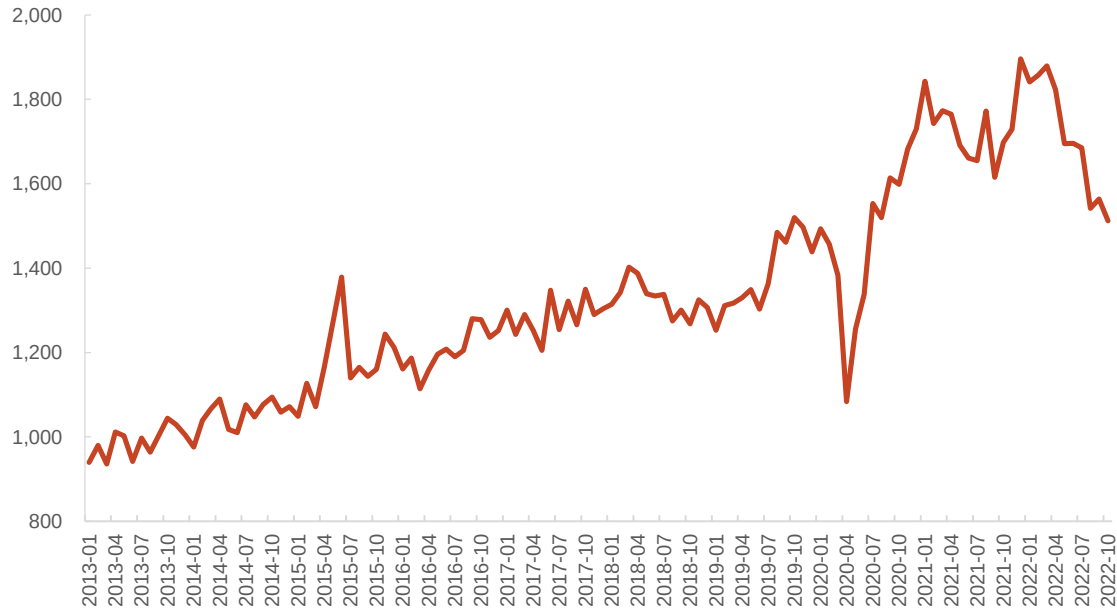


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.5、美国地产：房价仍在上涨，有望托底新屋开工

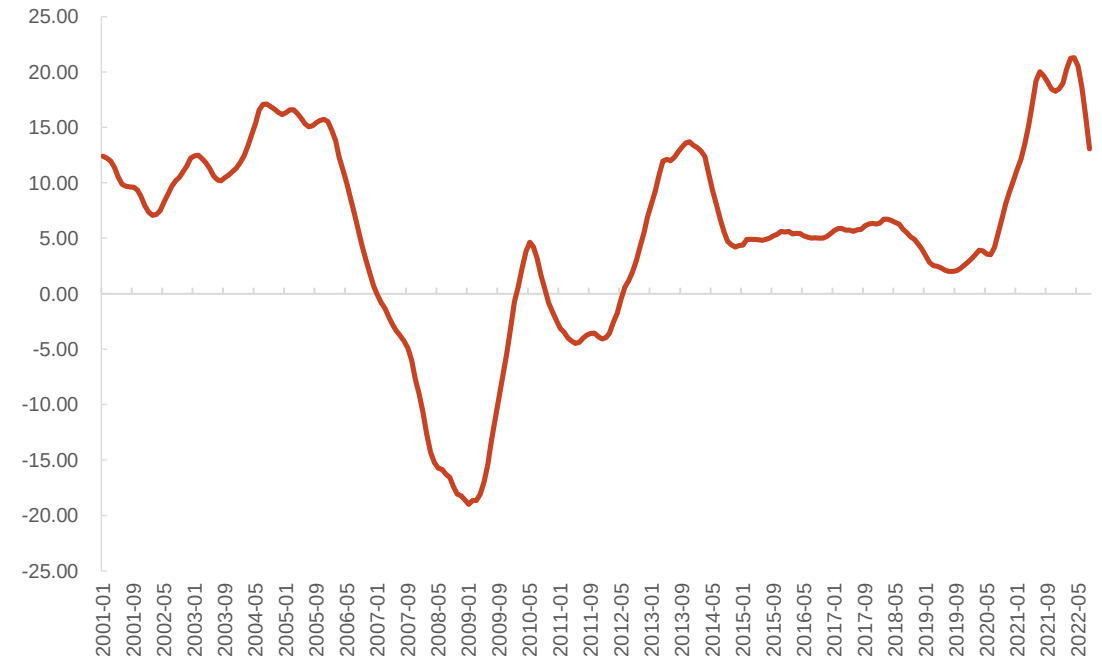
- 2022年10月，美国已获新建私人住宅的套数为151.2万套，仍然处于下行通道
- 标普/CS 20个大中城市房价指数显示：美国大中城市房价仍处于上涨阶段；
- 我们认为美国房价仍在上涨期，有望托底新屋开工建设；

图90：2013/01-2022/10 美国已获准新建私人住宅（千套）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图91：2001/01-2022/08美国标普/CS 20个大中城市房价指数当月同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.6、家居板块推荐标的：欧派家居

- 公司介绍：欧派是国内定制家居行业的龙头企业，2022年前三季度实现营收/归母净利润分别为162.7/19.9亿元，同比分别+13.0%/-5.8%；3Q2022实现营收/归母净利润分别为65.8/9.7亿元，同比分别+6.0%/-11.7%。
- 今年前三季度，按产品看，衣柜及配套业务同比+20.9%，营收占比达到53.5%；按照业务形态看，前三季度整装业务实现营收17.8亿元，同比+50%，营收占比已经达到接近11%。因此在行业景气低迷的状态下，欧派无论按照产品还是业务形态看，高成长业务线的营收占比都对公司的整体营收结构起到积极作用。展望2023年，我们认为地产销售的回暖，以及疫情防控措施的优化均将对行业整体景气度起到提振作用。叠加公司层面较强的穿越周期的能力，我们对2023年公司的基本面持乐观展望。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持2022-2024年公司归母净利润的预测分别为27.1/31.8/36.5亿元，当前股价对应PE分别为26/22/19倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内地产销售低于预期，整装业务发展不及预期，原料价格上涨幅度超出预期。

表13：欧派家居盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,740	20,442	22,878	26,290	30,130
营业收入增长率	8.91%	38.68%	11.92%	14.92%	14.61%
净利润（百万元）	2,063	2,666	2,712	3,180	3,646
净利润增长率	12.13%	29.23%	1.54%	16.83%	14.36%
EPS（元）	3.43	4.38	4.45	5.22	5.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.30%	18.50%	16.86%	17.06%	16.93%
P/E	34	26	26	22	19
P/B	5.6	4.9	4.4	3.8	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08

4.6、家居板块推荐标的：索菲亚



- 公司介绍：索菲亚是国内定制衣柜行业的头部品牌，2022年前三季度实现营收/归母净利润分别为79.3/8.0亿元,同比分别+9.5%/-5.3%；3Q2022，实现营收/归母净利润分别为31.5/3.9亿元,同比分别+7.1%/-2.8%。
- 2022年是索菲亚梳理内部品牌线条，升级整家战略的元年，我们对2023年索菲亚的发展持乐观展望：工程业务拖累的终结；零售端，主品牌索菲亚升级整家战略成功，继续保持稳健增长；新锐品牌米兰娜逐渐起量，以及司米在完全控股之后，从门店调整转向门店扩张，恢复盈利。索菲亚有望在2023年开启公司业务成长的“第二个春天”。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持2022-2024年公司归母净利润的预测分别为12.1/14.3/16.3亿元，当前股价对应PE分别为13/11/10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内地产销售低于预期，整装业务发展不及预期。

表14：索菲亚盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,353	10,407	11,407	13,042	15,212
营业收入增长率	8.67%	24.59%	9.61%	14.33%	16.64%
净利润（百万元）	1,192	123	1,205	1,433	1,631
净利润增长率	10.66%	-89.72%	883.03%	18.89%	13.84%
EPS（元）	1.31	0.13	1.32	1.57	1.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.47%	2.17%	19.13%	19.29%	18.75%
P/E	13	128	13	11	10
P/B	2.6	2.8	2.6	2.2	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08

4.6、家居板块推荐标的：顾家家居



- 公司介绍：顾家家居是国内软体家居行业的头部公司，2022年前三季度，公司实现营收/归母净利润分别为137.6/14.0/亿元，分别同比+4.1%/+13.4%；3Q2022实现营收/归母净利润分别为47.5/5.1亿元，分别同比-8.9%/+10.1%。
- 2022年，在内销业务中，功能沙发、床垫和定制业务均实现了较快增长，我们认为在2023年地产销售回暖的背景下，高增长品类有望保持更佳的增长势头，令公司内销业务的增长提速；外销方面，虽然美国地产仍然处于下行周期，但预计2023年美国家居市场库存去化结束之后，公司外销压力降边际减轻。渠道端，2022年三季度末，估计公司的大店数已达750家，占比从2021年底的10%提升至3Q2022年的13.4%，公司零售能力持续增强。成本端，目前国内MDI/TDI/聚醚的价格不断走低，有助于2023年公司盈利能力的提升。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持公司2022-2024年归母净利润的预测分别为18.99/21.39/24.81亿元，2022-2024年EPS分别为2.31/2.60/3.02元，当前股价对应PE分别为19/16/14倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：美国/中国地产销售低于预期，原料价格下跌幅度不及预期。

表15：顾家家居盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,666	18,342	19,060	21,816	25,646
营业收入增长率	14.17%	44.81%	3.92%	14.46%	17.56%
净利润（百万元）	845	1,664	1,899	2,139	2,481
净利润增长率	-27.19%	96.87%	14.10%	12.61%	16.00%
EPS（元）	1.03	2.03	2.31	2.60	3.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.54%	20.76%	20.91%	19.92%	19.58%
P/E	37	16	19	16	14
P/B	3.5	3.4	3.9	3.3	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08；注：2022年6月因资本公积金转增致股本增至8.22亿股。

4.6、家居板块推荐标的：志邦家居



- 公司介绍：2022年前三季度实现营收/归母净利润分别为35.2/3.1亿元，同比分别+5.9%/+4.9%；3Q2022实现营收/归母净利润分别为14.8/1.6亿元,同比分别+4.8%/+6.0%。
- 2022年前三季度，公司的衣柜业务同比+21.5%，营收占比达到41%，木门业务虽然营收占比仅3.5%，但前三季度同比+61%，我们认为在行业承压的背景下，公司接近50%占比的衣柜和木门业务依然保持着快速的增长，表明志邦的竞争力在持续提升。在这种条件下，2023年，工程业务经营压力的减弱以及零售业务经营环境的向好，将助力公司恢复良好的成长性。与此同时，广州直营体系的稳扎稳打，随着2023年上半年清远基地的逐步投产，将有助于志邦从华东、华中向华南市场挺进。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持公司2022-2024年归母净利润的预测分别为5.36/6.35/7.36亿元，当前股价对应PE分别为16/14/12倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内地产销售低于预期，原料价格上涨幅度超出预期。

表16：志邦家居盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,840	5,153	5,421	6,295	7,245
营业收入增长率	29.65%	34.17%	5.21%	16.12%	15.09%
净利润（百万元）	395	506	536	635	736
净利润增长率	20.04%	27.84%	6.03%	18.23%	15.84%
EPS（元）	1.77	1.62	1.72	2.03	2.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.75%	19.51%	18.23%	18.28%	18.02%
P/E	16	17	16	14	12
P/B	2.8	3.3	3.0	2.5	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-08；注：2020年末/2021年末公司总股本分别为2.23/3.12亿股

表17：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
603733.SH	仙鹤股份	29.90	1.44	1.14	1.85	21	26	16	3.3	3.0	2.6	买入	维持
605007.SH	五洲特纸	17.34	0.98	0.54	1.32	18	32	13	3.3	3.1	2.6	买入	维持
002511.SZ	中顺洁柔	11.88	0.44	0.25	0.36	27	48	33	3.2	3.1	2.8	增持	维持
3331.HK	维达国际	18.74	1.37	0.62	1.16	14	30	16	0.9	0.6	0.6	买入	维持
603833.SH	欧派家居	115.03	4.38	4.45	5.22	26	26	22	4.9	4.4	3.8	买入	维持
002572.SZ	索菲亚	17.82	0.13	1.32	1.57	133	13	11	2.9	2.6	2.2	买入	维持
603816.SH	顾家家居	42.85	2.63	2.31	2.60	16	19	16	3.4	3.9	3.3	买入	维持
603801.SH	志邦家居	28.12	1.62	1.72	2.03	17	16	14	3.4	3.0	2.5	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-08；注：维达国际股价及 EPS 数据的币种为港元。

- ❑ **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，导致轻工板块的经营业绩低于预期。
- ❑ **国内疫情反复风险：**疫情对线下消费影响严重，若国内疫情形势再次反复，影响消费复苏，则会对轻工板块的经营业绩带来不利影响。
- ❑ **原料价格继续上涨风险：**如果原料价格的上涨超预期，将导致轻工板块的经营业绩低于预期。

衷心 感谢

光大证券研究所



轻工&新消费研究团队

姜浩

 执业证书编号：S0930522010001

 电话：021-52523680

 邮件：jianghao@ebcn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。